

Informe Mensual



EL MUNDO EMERGENTE: LOS BRIC Y MÁS ALLÁ

El poder emergente Pág. 12

Los emergentes son protagonistas del crecimiento pero su capacidad de arrastre todavía es limitada

Reservas de divisas: la montaña sigue creciendo Pág. 17

El papel de las reservas oficiales de divisas, cada vez más controvertido

BRIC: mercados de capitales y crecimiento económico Pág. 44

Los emergentes se enfrentan al desafío de conseguir unos sistemas financieros eficientes

España - Asia: quinientos años después, el viaje continúa Pág. 62

España debe mirar de nuevo hacia Asia para reactivar sus exportaciones

Previsiones

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

	2008	2009	2010	2009				2010	
				I	II	III	IV	I	II
ECONOMÍA INTERNACIONAL									
				Previsiones				Previsiones	
Producto interior bruto									
Estados Unidos	0,4	-2,4	2,8	-3,3	-3,8	-2,6	0,1	2,5	3,3
Japón	-1,2	-5,2	1,6	-8,4	-6,0	-4,9	-1,4	2,6	1,3
Reino Unido	0,5	-5,0	1,1	-5,4	-5,9	-5,3	-3,3	-0,6	0,9
Zona del euro	0,5	-4,0	1,0	-5,0	-4,8	-4,0	-2,1	0,5	1,0
<i>Alemania</i>	1,0	-4,9	1,3	-6,7	-5,8	-4,8	-2,4	1,5	1,4
<i>Francia</i>	0,3	-2,2	1,3	-3,5	-2,7	-2,3	-0,3	1,3	1,3
Precios de consumo									
Estados Unidos	3,8	-0,3	2,1	-0,2	-1,0	-1,6	1,5	2,4	2,2
Japón	1,4	-1,4	-0,7	-0,1	-1,0	-2,2	-2,0	-1,5	-1,2
Reino Unido	3,6	2,2	2,5	3,0	2,1	1,5	2,1	3,2	2,8
Zona del euro	3,3	0,3	1,2	1,0	0,2	-0,4	0,4	1,0	1,2
<i>Alemania</i>	2,6	0,3	0,9	0,8	0,3	-0,2	0,4	0,7	0,8
<i>Francia</i>	2,8	0,1	1,3	0,7	-0,2	-0,4	0,4	1,2	1,3
ECONOMÍA ESPAÑOLA									
				Previsiones				Previsiones	
Agregados macroeconómicos									
Consumo de los hogares	-0,6	-5,0	-0,1	-5,5	-6,0	-5,0	-3,5	-0,8	0,8
Consumo de las AAPP	5,5	3,8	-0,2	6,0	4,7	4,1	0,8	-0,4	-0,4
Formación bruta de capital fijo	-4,4	-15,3	-5,7	-14,9	-17,0	-16,0	-12,9	-8,0	-6,3
<i>Bienes de equipo</i>	-1,8	-23,1	-0,7	-24,0	-28,3	-23,8	-15,3	-2,0	-1,0
<i>Construcción</i>	-5,5	-11,2	-7,6	-11,3	-11,6	-11,4	-10,2	-9,6	-7,9
Demanda nacional (contr. al Δ PIB)	-0,5	-6,4	-1,5	-6,3	-7,4	-6,6	-5,3	-2,5	-1,2
Exportación de bienes y servicios	-1,0	-11,5	2,2	-16,6	-14,7	-10,8	-2,9	-0,7	1,1
Importación de bienes y servicios	-4,9	-17,9	-2,3	-22,3	-21,7	-17,0	-9,6	-5,1	-2,3
Producto interior bruto	0,9	-3,6	-0,4	-3,3	-4,2	-4,0	-3,1	-1,4	-0,4
Otras variables									
Empleo	-0,6	-6,7	-2,3	-6,3	-7,2	-7,2	-6,1	-3,9	-2,4
Tasa de paro (% población activa)	11,3	18,0	19,5	17,4	17,9	17,9	18,8	19,9	19,4
Índice de precios de consumo	4,1	-0,3	1,3	0,5	-0,7	-1,1	0,1	1,0	1,0
Costes laborales unitarios	4,6	0,2	-0,9	0,9	0,9	-0,1	-0,1		
Saldo operaciones corrientes (% PIB)	-9,5	-5,1	-2,8	-7,9	-4,5	-3,8	-4,2		
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	-9,1	-4,7	-2,4	-7,6	-4,0	-3,6	-3,7		
Saldo público (% PIB)	-4,1	-11,2	-10,3						
MERCADOS FINANCIEROS									
				Previsiones				Previsiones	
Tipos de interés internacionales									
Fed Funds	2,1	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Repo BCE	3,9	1,2	1,0	1,8	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0
Bonos EEUU 10 años	3,6	3,2	3,8	2,7	3,3	3,5	3,4	3,7	3,7
Bonos alemanes 10 años	4,0	3,3	3,3	3,1	3,4	3,3	3,2	3,2	3,2
Tipos de cambio									
\$/Euro	1,48	1,39	1,37	1,30	1,36	1,43	1,48	1,39	1,39

El mundo emergente: los BRIC y más allá

Índice

- 1 Editorial
- 2 Resumen ejecutivo
- 6 Coyuntura internacional
 - 6 Estados Unidos
 - 9 Japón
- 12 *El poder emergente*
 - 14 China
 - 15 Brasil
- 17 *Reservas de divisas: la montaña sigue creciendo*
 - 20 México
 - 21 Materias primas
- 23 Unión Europea
 - 23 Zona del euro
 - 26 Alemania
 - 28 Francia
 - 30 Italia
 - 31 Reino Unido
 - 32 Europa emergente
- 35 Mercados financieros
 - 35 Mercados monetarios y de capital
- 44 *BRIC: mercados de capitales y crecimiento económico*
- 47 Coyuntura española
 - 47 Actividad económica
 - 51 Mercado de trabajo
 - 55 Precios
 - 59 Sector exterior
- 62 *España - Asia: quinientos años después, el viaje continúa*
 - 66 Sector público
 - 68 Ahorro y financiación

Goldman Sachs acuñó en 2001 el término BRIC para referirse al conjunto formado por Brasil, Rusia, India y China, unos países que estaban creciendo a ritmos que hacían presagiar su transformación futura en gigantes económicos. Según el estudio del banco de inversión, en diez años su peso en el producto mundial crecería un 50% y a mediados de siglo el grupo podría equipararse al conjunto de economías desarrolladas. El nivel de renta per cápita todavía estaría considerablemente por debajo del correspondiente a las economías ricas, pero seguiría aumentando y no hay que olvidar que el conjunto comprende al 40% de toda la población mundial.

El término hizo fortuna y la realidad está confirmando sobradamente esas previsiones. Desde la publicación del estudio, China se ha convertido en la tercera economía del planeta, por delante de Alemania y por detrás de Estados Unidos y Japón, y recientemente ha conseguido el título de primer exportador mundial. Brasil e India han validado también las expectativas y únicamente Rusia presenta una trayectoria más incierta. Considerando China, India y Brasil, su contribución al producto global alcanzó, en términos de paridad de poder adquisitivo, el 20% en 2009, igualando el peso de Estados Unidos o de la Unión Europea. En particular, el 12% del producto mundial se originó en China, mientras que India y Brasil produjeron el 8% restante. Además, las perspectivas son buenas: las últimas previsiones del Fondo Monetario Internacional indican que China retomará las tasas de crecimiento del 10% anual a las que nos tenía acostumbrados. Por su parte, es probable que India y Brasil superen en los próximos años los promedios de crecimiento del 7,2% y del 3,5%, respectivamente, que alcanzaron en el decenio previo a la crisis. En 2010-11, Brasil, India y China aportarán 1,7 puntos porcentuales anuales al crecimiento global, lo que representa una contribución del 40% del total (medida en paridad de poder adquisitivo). China por sí sola sumará 1,2 puntos porcentuales o el 30% del progreso global, más del doble que la contribución de Estados Unidos.

El acrónimo BRIC tuvo el acierto de dirigir la atención hacia lo que hoy conocemos por economías emergentes. Su creciente peso económico, junto al mantenimiento de unas elevadas tasas de crecimiento, explican el aumento de su aportación al avance de la economía mundial. Pero el fenómeno no se limita a los cuatro grandes, sino que se extiende a un conjunto variopinto de países que se sitúan en Asia, en Europa Oriental, en América Latina o en África. Economías con rentas medias o bajas, según la clasificación del Banco Mundial, pero que con mayor o menor éxito se han abierto a la globalización de las relaciones económicas y comerciales, han adoptado el modelo de economía de libre mercado y se han esforzado por dotarse de mecanismos que garanticen la estabilidad institucional.

Los emergentes son ya protagonistas del panorama económico global. Constituyen un motor relevante del crecimiento, son grandes consumidores de energía, acaparan las tres cuartas partes de las reservas oficiales de divisas y aportan el 80% de la población mundial. El reconocimiento del fenómeno se ha hecho patente también en el ámbito de la cooperación internacional. Las reuniones del G-7, los países más ricos del mundo que hasta no hace mucho dirigían los destinos del planeta, han dado paso a las reuniones del G-20, que incluyen un buen número de emergentes, puesto que no es posible actuar sin su aquiescencia. Cada vez más, los emergentes son el futuro, algo que debemos tener muy en cuenta los que nos encontramos en el viejo occidente.

RESUMEN EJECUTIVO

Se confirma el escenario de recuperación, pero con diferencias geográficas notables.

Estados Unidos muestra una firmeza mayor de la prevista y Japón se apoya en las exportaciones.

Los emergentes, con China y Brasil en cabeza, no decepcionan.

Una recuperación dispar

Los datos económicos que se van conociendo confirman el escenario de recuperación, que se consolida de forma paulatina, aunque con notables diferencias geográficas. Así, las economías emergentes, con China y Brasil como exponentes destacados, mantienen un elevado dinamismo. A cierta distancia, Estados Unidos y Japón también están remontando posiciones. En Europa, por el contrario, la recuperación parece flaquear en este primer trimestre del año, pero los factores climatológicos pueden haber tenido un efecto relevante.

Estados Unidos muestra una firmeza mayor de la esperada. El consumo privado mantiene el tono tras el fin de los estímulos, la industria y la inversión en equipo ganan posiciones y los precios siguen dando muestras de estabilidad. Pero si el abismo de inicios de 2009 queda cada vez más lejos, esta recuperación que va asentándose sigue muy condicionada por tres factores cuya resolución no parece cercana. En primer lugar, el mercado inmobiliario, aquejado por una sobreoferta que retrasa su salida del túnel. En segundo lugar, el alto grado de endeudamiento de las familias, al que se está sumando un sector público obligado a políticas fiscales expansivas para apoyar a la demanda. Finalmente, la caída del mercado de trabajo ha sido tan profunda que su normalización va para largo.

La economía japonesa creció casi un 4% intertrimestral anualizado en el cuarto trimestre. Dos tercios de este crecimiento vinieron del sector exterior, aupado por

unas exportaciones que crecen con fuerza. El resto del avance es atribuible al consumo privado que, alentado por los estímulos gubernamentales, llevó a la demanda interna a hacer su primera aportación positiva al crecimiento, tras seis trimestres de retrocesos. En el capítulo inversor, la recuperación de la inversión en equipo se vio compensada por la reducción de existencias, un proceso que debe continuar dada la gran acumulación que tuvo lugar en 2009, cuando las exportaciones descendían drásticamente.

La tercera economía mundial, China, crecerá un 9,5% en 2010, según el Banco Mundial, después de un avance del 8,7% este pasado año. Las perspectivas han mejorado gracias a que la crisis se ha superado sin muchas complicaciones y a que la producción y el comercio mundial se han recuperado en la segunda mitad de 2009. Sin embargo, preocupan la formación de una burbuja especulativa en el mercado inmobiliario, cuyos precios siguen subiendo, y las potenciales dificultades financieras de los gobiernos locales, después de las masivas inversiones en infraestructuras que han llevado a cabo. El gobierno chino sigue barajando medidas de enfriamiento ante los riesgos de inflación.

Cabe destacar también la evolución de Brasil, otro gran emergente, que tras la recesión se ha reconciliado con el crecimiento, saldando el cómputo total de 2009 con un retroceso mínimo del 0,2%. Además, en el cuarto trimestre, y después de cuatro registros negativos, pudo anotar ya su primer avance interanual del 4,3%, una cifra menos brillante que las de

China o India pero que confirma la solidez de la recuperación y vaticina un 2010 a velocidad de crucero.

La zona del euro presenta tintes mucho más discretos. Lo peor de la recesión ha quedado atrás, pero el camino hasta la plena normalización de la actividad económica será largo y no se consolidará hasta 2011. El crecimiento del cuarto trimestre de 2009 se quedó en un discreto avance del 0,1% intertrimestral y los indicadores del primer trimestre mantienen esta misma tónica. Tanto el consumo como la inversión muestran un tono muy débil y siguen limitando la capacidad de recuperación de la eurozona, que se sostiene gracias al sector exterior, al ciclo de existencias y a los estímulos fiscales en marcha. Alemania, la principal economía, apunta a un crecimiento cercano a cero en los tres primeros meses de 2010.

Preocupa la fragilidad de la recuperación europea. Los consumidores no acaban de recobrar el nivel de confianza necesario para relanzar el consumo, en un entorno de paro aún creciente. La abundante capacidad productiva ociosa no permite prever un pronto relanzamiento de la inversión. La buena marcha de las exportaciones podría no ser suficiente para recuperar ritmos de crecimiento generador de empleo. Además, la necesidad de sanear las finanzas públicas urge a cortar gastos o a subir impuestos, deprimiendo la demanda interna.

Grecia es el principal exponente de la exigencia de frenar el deterioro de los presupuestos públicos. La reacción de los mercados ante un déficit desbocado y una deuda en espiral han obligado a presentar un drástico plan de ajuste que incluye subida del impuesto sobre el valor añadido (IVA), congelación de pensiones y rebaja de sueldos públicos. A cambio, el país helénico pide un gesto de ayuda al resto de socios de la eurozona, algo que ha generado un complejo debate entre instituciones

comunitarias y estados miembros ante la inexistencia de mecanismos de rescate de economías nacionales dentro de la moneda única. Mientras, el dólar se ha revalorizado notablemente contra el euro, pasando de un máximo de 1,51 dólares por euro en noviembre del año pasado hasta 1,33 a finales de marzo, una evolución que puede apoyar la recuperación de la zona del euro.

Pero si Grecia es el caso más destacado de desequilibrio fiscal, muy pocos estados miembros escapan al problema de las finanzas públicas. Así lo ha puesto de manifiesto la Comisión Europea en la evaluación de los programas de estabilidad o convergencia de catorce países de la Unión presentada a mediados de marzo. Además de Grecia, que no se puede comparar a ningún otro país, Irlanda, Reino Unido y Portugal son los que se encuentran en una situación más delicada, sin margen de maniobra. España, Francia, Italia y Bélgica les siguen en gravedad. En todos los casos, sin embargo, la Comisión ha mostrado su preocupación porque considera optimistas las previsiones de crecimiento, las cuales, si no se cumplen, pueden llegar a desbaratar la senda de estabilización contemplada en los planes.

En el caso de España, la Comisión Europea, además de pedir más concreción en las medidas de ajuste fiscal, especialmente a partir de 2010, destaca la necesidad de adoptar reformas que impulsen la productividad, la competitividad y el empleo sostenible. La economía española se recuperará de la actual recesión, pero para conseguir ritmos de crecimiento elevados es imprescindible poner en marcha reformas estructurales en ámbitos como la educación, la competencia en servicios y electricidad, la eficiencia en I+D y el mercado laboral.

El Gobierno ha abordado este reto desde tres ángulos. En primer lugar, la consoli-

La expansión de la eurozona no se consolidará hasta 2011.

Grecia es un caso especial, pero los desequilibrios fiscales son un problema general.

La Comisión Europea urge las reformas para impulsar la productividad, la competitividad y el empleo sostenible.

El Gobierno trata de reconducir el déficit público, fortalecer el sistema financiero y poner en marcha reformas.

Mientras, la actividad se desenvuelve en un marco de debilidad, tanto en el consumo como en la inversión.

La salida de la recesión se acerca, pero las perspectivas de crecimiento siguen siendo muy discretas.

dación presupuestaria, cuyo objetivo es devolver el déficit público a la zona del 3% en 2013. En segundo lugar, el fortalecimiento y la reestructuración del sistema financiero. En tercer lugar, avanzar en reformas que sienten las bases de un crecimiento sólido.

La iniciativa más reciente ha sido una nueva batería de propuestas presentada a los partidos políticos, a principios de marzo, con el fin de alcanzar un pacto contra la crisis. En el paquete de medidas destacan las ayudas para la rehabilitación de viviendas, los préstamos directos del Instituto de Crédito Oficial para pymes y autónomos, la mejora de las ayudas a la internacionalización de las empresas, más inversión en I+D+i, la reducción de la morosidad pública y privada y la racionalización del sector público empresarial. Además, el Gobierno ha enviado a las Cortes el proyecto de Ley de economía sostenible, un amplio abanico de reformas y actuaciones horizontales que se pretende afiancen el crecimiento económico a medio plazo.

Pero mientras las reformas no surten su efecto, la atención sigue centrada en los indicadores de corto plazo. El consumo de las familias presenta un perfil de recuperación muy suave, dentro de un cuadro general de debilidad, con señales dispares por productos. Así, mientras las ventas minoristas en general perdieron impulso en enero, las de bienes duraderos como electrodomésticos y, sobre todo, automóviles, siguieron repuntando. Sin embargo, la estabilización del componente subyacente del índice de precios de consumo cerca del 0% pone de manifiesto el débil pulso del gasto de los hogares. De hecho, el índice de confianza de las familias ha iniciado el año interrumpiendo su mejora, posiblemente influido por el retroceso del empleo en los dos primeros meses, por la retirada

de estímulos tributarios y por la contención de las subidas salariales.

En cuanto a la inversión empresarial, el ligero descenso de la utilización de la capacidad productiva en el primer trimestre no apunta a un sostenido relanzamiento de la inversión en equipo. Sin embargo, algunos indicadores específicos muestran una trayectoria relativamente positiva. Las contradicciones probablemente se explican por el efecto combinado de unas exportaciones crecientes, tras la histórica caída de la primera parte del pasado año, y una demanda interior todavía muy débil.

Desde el punto de vista productivo, la especial climatología de los primeros meses de 2010 puede haber afectado a la actividad de sectores como construcción y turismo, si bien los indicadores son todavía incompletos. En cuanto al sector inmobiliario, se aprecian algunos signos de estabilización, tanto en lo que se refiere a la contracción de los precios como a las compraventas, que subieron un 2,1% interanual en enero, gracias las transacciones de viviendas usadas.

En suma, los datos disponibles correspondientes al primer trimestre de 2010 apuntan todavía a un leve retroceso de la actividad, de un orden parecido al -0,1% intertrimestral registrado en el cuarto trimestre de 2009. En el segundo trimestre, la normalización de algunas actividades afectadas por la climatología y un cierto anticipo del gasto debido a la subida del IVA pueden reforzar la senda de recuperación de la actividad y lograr una tasa positiva de crecimiento del producto. En cualquier caso, la eventual salida de la recesión se producirá de forma discreta, con ritmos de crecimiento modestos, a la espera de los efectos de las reformas implementadas.

25 de marzo de 2010

CRONOLOGÍA

2009

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

2010

- enero** 29 El Gobierno aprueba un paquete de **medidas de austeridad presupuestaria** y plantea alargar la **edad de jubilación** a los 67 años.
- febrero** 9 Acuerdo para el empleo y la **negociación colectiva 2010, 2011 y 2012** entre representantes de los empresarios y los sindicatos.
- marzo** 1 El Gobierno presenta una **nueva batería de medidas de política económica** que pretende consensuar con el conjunto de las fuerzas políticas.

AGENDA

Abril

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

Mayo

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

COYUNTURA INTERNACIONAL

Estados Unidos sustenta su recuperación en el consumo y la inversión.

Las ventas minoristas siguen afianzando su recuperación pero la confianza de los consumidores no avanza.

Estados Unidos: la recuperación gana soportes

La economía estadounidense se instala en el camino de la recuperación con una mayor firmeza de lo esperado. El consumo privado mantiene el tono tras el fin de los estímulos, la industria y la inversión en equipo ganan posiciones y los precios siguen dando muestras de estabilidad. Pero, si bien el abismo de inicios de 2009 queda cada vez más lejano, esta recuperación que va asentándose seguirá muy condicionada por tres factores cuya resolución no parece cercana. En primer lugar está el mercado inmobiliario, aquejado por una sobreoferta que retrasa su salida del túnel. En segundo lugar, el alto

grado de endeudamiento de las familias, al que se está sumando el sector público obligado a políticas fiscales expansivas para apoyar la demanda. En tercer lugar, la recuperación del mercado de trabajo va para largo y no es extraño al respecto que, a diferencia de los enfrentamientos suscitados por la reforma sanitaria, los senadores demócratas y republicanos hayan dado su apoyo por igual a una ley para ayudas a la promoción del empleo y la ampliación de la cobertura de desempleo dotada con 150.000 millones de dólares.

Los últimos indicadores de demanda confirman esta recuperación del consumo privado. Las ventas minoristas, sin coches

ESTADOS UNIDOS: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2008	2009	2009				2010	
			I	II	III	IV	Enero	Febrero
PIB real	0,4	-2,4	-3,3	-3,8	-2,6	0,1	-	...
Ventas al por menor	-0,8	-6,0	-9,1	-9,5	-6,7	2,0	4,1	3,9
Confianza del consumidor (1)	58,0	45,2	29,9	48,3	51,8	51,0	56,5	46,0
Producción industrial	-2,2	-9,7	-11,6	-12,9	-9,4	-4,7	0,8	1,7
Índice actividad manufacturera (ISM) (1)	45,5	46,2	35,9	43,0	51,4	54,6	58,4	56,5
Venta de viviendas unifamiliares	-37,4	-22,8	-40,0	-27,1	-11,7	-5,4	-6,1	...
Tasa de paro (2)	5,8	9,3	8,2	9,3	9,6	10,0	9,7	9,7
Precios de consumo	3,8	-0,4	0,0	-1,2	-1,6	1,4	2,6	2,1
Balanza comercial (3)	-695,9	-378,6	-605,5	-503,7	-414,2	-378,6	-379,0	...
Tipo de interés interbancario 3 meses (1)	2,8	0,7	1,2	0,8	0,4	0,3	0,2	0,3
Tipo de cambio efectivo nominal (4)	83,4	86,5	91,4	88,8	84,5	81,5	82,5	84,4

NOTAS: (1) Valor.

(2) Porcentaje sobre población activa.

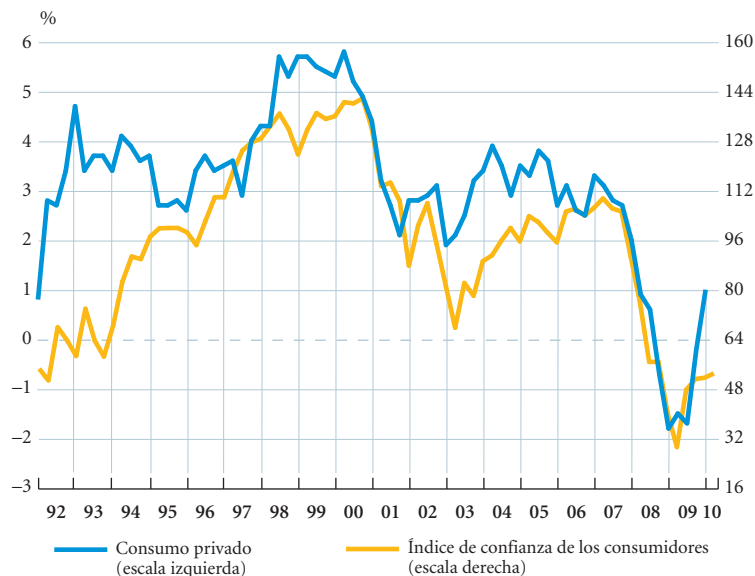
(3) Saldo acumulado de 12 meses de la balanza de bienes y servicios. Miles de millones de dólares.

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

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

ESTADOS UNIDOS: LOS CONSUMIDORES COMPRAN ANTES DE RECUPERAR LA CONFIANZA

Variación interanual del consumo privado real y confianza de los consumidores



FUENTES: Bureau of Economic Analysis, Conference Board y elaboración propia.

ni gasolina, continuaron en febrero su evolución positiva con un avance del 2,5% interanual en términos reales. Así, el consumo al por menor se sitúa un 3,0% por debajo del nivel de diciembre de 2007, representativo de la situación previa a la crisis, después de haber llegado a perder un 6,1% en julio de 2009, su punto más bajo. En un tono más pesimista, el índice de confianza del consumidor del Conference Board perdió nueve puntos en febrero y continúa inscrito en unos niveles muy bajos, con unas expectativas que volvieron a alcanzar un nuevo mínimo histórico. Si bien los consumidores tienen razones para el desaliento, fundamentadas en el elevado endeudamiento y la debilidad del empleo, la historia reciente muestra que este indicador ha ido por detrás de las recuperaciones del gasto del consumo privado. Esto podría explicar, en parte, la discrepancia entre el sentimiento de los consumidores y el consumo efectivo de los hogares.

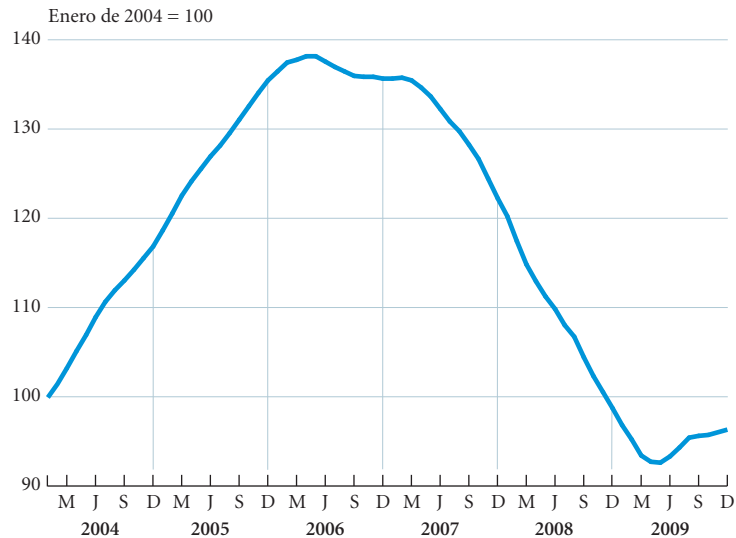
En el lado de los productores, el sentimiento empresarial sigue siendo más optimista que el de los consumidores, con un sector no financiero que empezó la crisis menos endeudado que bancos y familias. Así, el índice de sentimiento empresarial del Institute for Supply Management de manufacturas siguió en niveles propios de etapas de fuerte expansión, a pesar de retroceder ligeramente hasta los 56,5 puntos. El índice de servicios subió hasta los 54,8 puntos, acercándose así a las perspectivas alcistas de las manufacturas. Por su parte, la producción industrial mantuvo su recuperación en febrero pero sigue un 10% por debajo de su nivel de finales de 2007. La utilización de la capacidad productiva siguió un perfil similar, avanzando hasta el 72,7%, 3,4 puntos porcentuales por encima del mínimo de julio de 2009 pero 10,2 puntos por debajo del nivel de diciembre de 2007.

El mercado inmobiliario sigue sin levantar cabeza. La recuperación de los precios

El sector empresarial y la producción industrial mantienen el sesgo alcista.

ESTADOS UNIDOS: LA VIVIENDA NO SE RECUPERA

Valor del índice Case-Shiller del precio de la vivienda



FUENTES: Standard and Poor's y elaboración propia.

La sobreoferta dificulta la recuperación de los precios de la vivienda y de la construcción.

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

El IPC sube un 2,2% y el IPC un moderado 1,3%.

está estancada, con un índice Case-Shiller de precios de la vivienda de segunda mano que entre agosto y diciembre de 2009 aumentó un magro 0,9%. Con la desaparición de las ayudas públicas a los compradores de primera vivienda, el volumen de ventas vuelve a reflejar la debilidad de un sector que sigue dominado por la sobreoferta. Las viviendas iniciadas retrocedieron en febrero, pero más allá de las variaciones mensuales o trimestrales, lo más significativo es el nivel de actividad, que lleva quince meses anclado en la cuarta parte del nivel previo a la corrección. Los permisos de construcción, su indicador adelantado, también retrocedieron y acabaron de dibujar una situación de atonía para la que no se esperan mejoras notables durante la primera mitad de 2010.

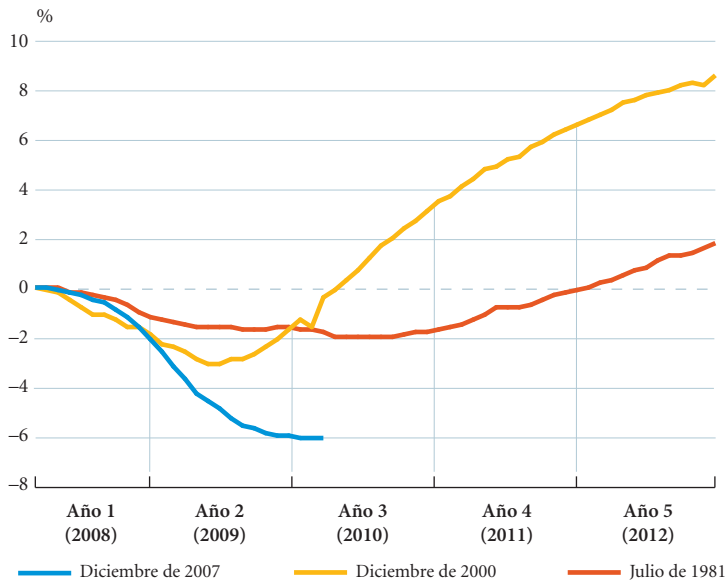
El mercado de trabajo, el otro lastre de la recuperación, tampoco vislumbra recuperaciones significativas para los próximos meses. En febrero se perdieron 36.000 empleos y la tasa de desempleo

permaneció inalterada en el 9,7%. Por su naturaleza, el mercado laboral acostumbra a ser un indicador retrasado y su recuperación se produce cuando la economía lleva ya meses de crecimiento. El problema es que a cada nueva recesión, la debilidad del empleo ha sido más prolongada. Adicionalmente, la destrucción de empleo ha sido esta vez la mayor desde 1945. Entre enero de 2008 y febrero de 2010 se han perdido 8,4 millones de puestos de trabajo, un 6,1% del total correspondiente a diciembre de 2007. El deterioro se ha frenado, pero no se percibe una tendencia de recuperación rápida.

La estabilidad de los precios constituye un contrapunto positivo frente a estos lastres. Las dificultades de los bancos centrales por drenar liquidez del sistema y los elevados déficits públicos, que apuntarían a un repunte inflacionista, se compensan por los efectos de la baja utilización de la capacidad productiva. Así, el índice general de precios al consumo (IPC) subió un 2,2% interanual en febrero y deja atrás los efec-

ESTADOS UNIDOS: UN DETERIORO MAYOR QUE EN RECESIONES ANTERIORES

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



NOTA: (*) Las fechas entre paréntesis son las correspondientes a la última recesión (diciembre de 2007).
FUENTES: Departamento de Trabajo y elaboración propia.

tos de base del precio del petróleo. Más indicativo del momento actual, el IPC subyacente, el general sin los alimentos ni la energía, moderó su avance hasta el 1,3% interanual. Sin los alquileres imputados a los propietarios de viviendas, el subyacente se incrementó en un 2,6% interanual, moderando también su ritmo de subida.

Por último, el déficit comercial de bienes y servicios de enero fue de 37.288 millones de dólares, 2.614 millones por debajo del mes anterior debido a la reducción de las importaciones. El déficit excluyendo petróleo y derivados tuvo un comportamiento similar que vino a explicar la práctica totalidad de la mejora. Las exportaciones se estancaron en enero, interrumpiendo su tendencia al alza de los últimos meses.

Japón: la importancia del sector exterior

La economía japonesa creció un 3,8% intertrimestral anualizado en el cuarto trimestre tras la revisión a la baja de las primeras estimaciones. El retroceso del PIB para el conjunto de 2009 queda así en un 5,2%. Dos tercios de este crecimiento intertrimestral vinieron del sector exterior, aupado por la fuerza de las exportaciones. El resto del avance es atribuible al consumo privado que, alentado por los estímulos gubernamentales, llevó a la demanda interna a hacer su primera aportación positiva al crecimiento, tras seis trimestres de retrocesos. En el capítulo inversor, la recuperación de la inversión en equipo se vio compensada por la reducción de existencias, un proceso que debe continuar dada la acumulación que tuvo lugar en 2009 cuando las exportaciones descendían drásticamente.

El déficit comercial disminuye por el descenso de las importaciones.

Japón crece un 3,8% gracias a las exportaciones y las ayudas públicas.

JAPÓN: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

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

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.

El endeudamiento elevado seguirá limitando la expansión de la demanda interna.

Aunque las últimas revisiones han sido netamente bajistas, la fuerza del repunte es superior a lo esperado gracias a la demanda externa. Pero la cautela se impone para la demanda interna. La continuidad en el crecimiento del consumo privado se antoja difícil sin ayudas públicas en una economía en deflación. Por otro lado, el elevado nivel de endeudamiento de todos los sectores seguirá dificultando la recuperación. El que los acreedores del sector público sean principalmente japoneses puede evitar turbulencias financieras a corto plazo pero no altera el hecho de que existe un límite para el endeudamiento público y que la eficacia de la política fiscal es menor con altos niveles de deuda.

Los últimos indicadores de oferta siguen confirmando que la mejoría se circunscribe al sector industrial y exportador. La producción industrial, que en Japón tiene una estrecha correlación con el PIB, mantuvo la intensidad de los tres meses previos. El índice general de enero avan-

zó un 2,7% respecto a diciembre, en términos desestacionalizados y, desde febrero de 2009, lleva recuperado algo más de la mitad del 36,4% que se perdió durante la crisis. Las perspectivas inversoras mejoraron en enero, aunque continuaron subrayando la primacía de las empresas exportadoras. Así, los pedidos de maquinaria destinados a la demanda exterior se recuperaron, aunque siguen algo más de un 30% por debajo del nivel promedio de 2008, pero la otra mitad, los pedidos destinados a la demanda interna, siguieron estancados.

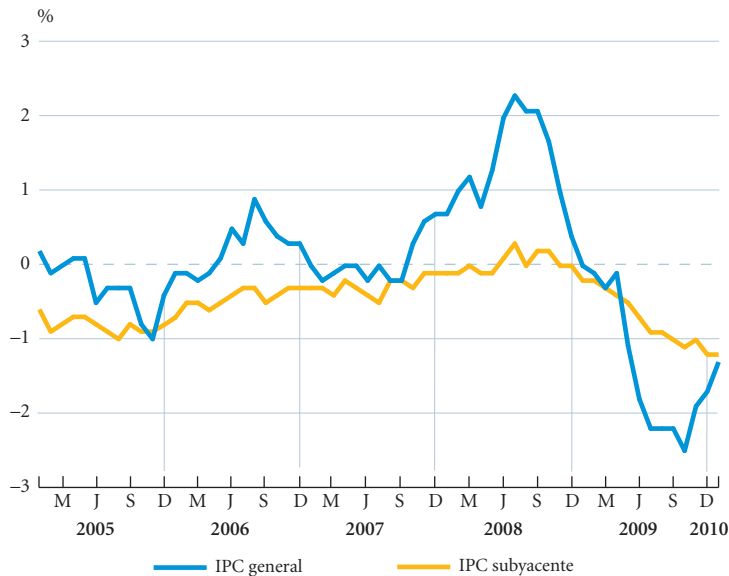
Las ventas al por menor ganaron posiciones en enero pero, con unos niveles cercanos a los de 2003, continuaron sumidas en la atonía, aunque las ventas de automóviles de febrero parecen salir del pozo gracias a las ayudas públicas. Por su parte, el mercado de la vivienda experimentó un repunte de las ventas en el área de Tokio que compensa la fuerte caída del mes anterior pero no ofrece señales

La industria y la inversión afirman su recuperación gracias al sector exportador.

La vivienda sigue débil pero el paro se reduce al 4,9%.

JAPÓN: LA DEFLACIÓN, UN PROBLEMA SUBYACENTE

Variación interanual del índice de precios al consumo



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

convincentes de recuperación. Las viviendas iniciadas sumaron en enero su quinto mes de avances, pero continuaron un 30% por debajo del promedio de la última década, que no fue de expansión, indicando que los males de la construcción vienen de lejos. En un tono más positivo, el mercado laboral siguió recuperándose, con una tasa de paro que se redujo hasta el 4,9%.

En el apartado de los precios, las debilidades subyacentes en la demanda interna harán que las tendencias deflacionistas se prolonguen durante 2010. Si bien el IPC de enero moderó sus caídas con un des-

censo del 1,3% interanual, es el índice subyacente, el general sin energía ni alimentos, el que marca la tendencia, repitiendo el retroceso del 1,2% interanual del mes pasado, el mayor desde el inicio del indicador. El contrapunto positivo lo puso el sector exterior. El superávit comercial de enero ganó un 50% respecto al saldo de diciembre gracias al repunte de las exportaciones. Pese a las últimas subidas, las exportaciones siguen un 20% por debajo de los niveles previos a la crisis, con lo que es de esperar que la fuerza exportadora siga dando aliento a la economía en los próximos meses.

El IPC subyacente retrocede un 1,2%, y el sector exterior se recupera gracias a las exportaciones.

El poder emergente

La rápida recuperación de los países emergentes ha ofrecido un inusitado contrapunto al retroceso de las economías avanzadas durante la gran recesión de 2009. Pocos habrían apostado por un avance del 2,1% de los emergentes durante un ejercicio en el que la actividad económica de los más desarrollados se desplomó un 3,2%. Y ello es lo que sucedió en 2009. No es de extrañar que, ante esta evidencia, el debate acerca del cambio en los motores globales del crecimiento esté sobre la mesa. ¿Podrá ya el mundo emergente compensar el impacto sobre el crecimiento global de una ralentización de la demanda interna de los Estados Unidos y otras economías avanzadas?

Sin duda, por su dinamismo y peso demográfico, China, India y Brasil constituyen los emergentes con mayor potencial económico. Su contribución al PIB global alcanzó, en términos de paridad de poder adquisitivo, el 20% en 2009, igualando el peso de Estados Unidos o de la Unión Europea. En particular, el 12% del PIB mundial se originó en China, mientras que India y Brasil produjeron el 8% restante. Las perspectivas son además buenas: las últimas previsiones del FMI indican que China retomará las tasas de crecimiento del 10% anual a las que nos tenía acostumbrados y que la han convertido en la tercera mayor economía del mundo, por detrás de Estados Unidos y Japón. Por su parte, es probable que India y Brasil superen en los próximos años los promedios de crecimiento del 7,2% y 3,5%, respectivamente, que alcanzaron en el decenio previo a la crisis. Las posibilidades de recuperación que ofrece Rusia, a la que a menudo se engloba junto a los otros tres países bajo el acrónimo BRIC, son sensiblemente peores –su débil base industrial y, en general, un entorno empresarial poco atractivo todavía suponen un freno a su crecimiento potencial–.

En cierto sentido, los grandes emergentes ya son uno de los motores principales de la economía mundial. En 2010-11, por ejemplo, los BIC (Brasil, India y China) aportarán 1,7 puntos porcentuales anuales al crecimiento global, lo que representa una contribución del 40% del total (medida en paridad de poder adquisitivo). Sólo China sumará 1,2 puntos porcentuales o el 30% del progreso global, más del doble que la contribución de Estados Unidos. El creciente peso económico de los emergentes, junto al mantenimiento de unas elevadas tasas de crecimiento, explica el aumento de su aportación al avance de la economía mundial (véase gráfico siguiente).

Sin embargo, a pesar de la importancia de los BIC, y en especial de China, en el crecimiento global, su capacidad de arrastre de la demanda en el resto del mundo es aún limitada. Un ejemplo puede ayudar a mostrarlo. Supongamos que la demanda interna de China creciera de tal manera que sus importaciones (netas) aumentaran por valor de 200.000 millones de dólares en un año. Esta cifra implicaría la eliminación del superávit comercial registrado en 2009, equivalente al 4% del PIB chino, que no es poco. Pues bien, ello añadiría de manera directa un modesto 0,4% al PIB del resto del mundo. A este cálculo se debería añadir una estimación sobre el posible efecto multiplicador de las compras chinas como resultado del aumento del empleo y los salarios en el resto del mundo, lo que también expande la demanda. Las estimaciones de este multiplicador son escasas pero lo sitúan, en general, entre 1 y 2. Así pues, a lo sumo, el efecto total podría llegar a duplicar el efecto directo: un aumento de las importaciones netas equivalente al 4% del PIB chino incrementaría el PIB en el resto del mundo en un 0,8%, unos 400.000 millones de dólares. A modo comparativo, esta cantidad equivale aproximadamente a un 1% de la demanda interna de las economías avanzadas.

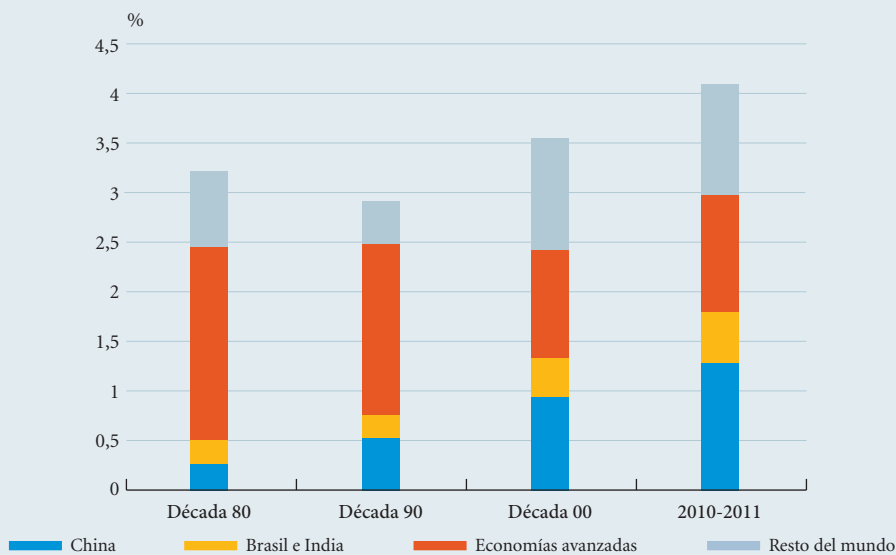
Aunque este efecto es significativo, debemos reconocer que una disminución tan drástica de la balanza comercial china en un período corto de tiempo es muy improbable. Si tal ajuste tuviera lugar durante cuatro años, el aumento de la demanda sobre el resto del mundo alcanzaría sólo el 0,2% por año. En los casos de India y Brasil,

cuyo peso económico agregado es menor que el de China, el impacto aún sería menor y, además, el déficit comercial agregado de estos países limita el margen para aumentar las importaciones netas.

A más largo plazo, el consumidor emergente tendrá mucho más que decir en la economía global. Con un 40% de la población mundial y unas extraordinarias tasas de crecimiento económico, se estima que, en los próximos veinte años, más de 500 millones de personas pasarán a formar parte de una ascendente clase media, que triplicará su tamaño en estas economías. Este segmento constituye el grueso de la población capaz de adquirir bienes y servicios susceptibles de ser importados de otros países. La introducción de reformas económicas destinadas a reducir las elevadas tasas de ahorro de China, donde el consumo de los hogares sólo representa un 35% del PIB, muy por debajo de un promedio del 50% en el resto de Asia y de más de un 60% en las economías avanzadas, también contribuirán a aumentar la influencia de los consumidores del gigante asiático en el mercado global, además de ser necesarias para garantizar su crecimiento sostenido.⁽¹⁾

LOS GRANDES EMERGENTES, SOBRE TODO CHINA, CLAVES EN EL CRECIMIENTO MUNDIAL

Contribuciones al crecimiento mundial, puntos porcentuales
(pesos en paridad de poder adquisitivo)



FUENTE: FMI (WEO octubre 2009 y revisión enero 2010).

En definitiva, a pesar de la importancia de los grandes emergentes en el crecimiento mundial, todavía es prematuro considerarlos locomotoras de la demanda en el resto de las economías. No obstante, nadie duda de su capacidad de arrastre en un futuro cada vez más próximo.

(1) Con esta intención, las autoridades chinas ya han anunciado, entre otras medidas, la ampliación gradual de la cobertura sanitaria pública y del sistema de pensiones.

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

Las previsiones de crecimiento de China se sitúan por encima del 9%.

China: a velocidad de crucero

Según el Banco Mundial, China crecerá un 9,5% en 2010, después de un avance del 8,7% este pasado año. El nuevo informe presenta una revisión al alza de las previsiones ante el buen quehacer de su economía durante la crisis, y la recuperación de la producción y el comercio mundial en la segunda mitad de 2009. Además de tratar los temas recurrentes que requiere cualquier análisis del gigante asiático, el estudio destaca dos riesgos macroeconómicos: la formación de una burbuja especulativa en el mercado inmobiliario, cuyos precios siguen subiendo; y las potenciales dificultades financieras de los gobiernos locales, después de las masivas inversiones en infraestructuras que han llevado a cabo.

Esta fuerte inversión está detrás de gran parte del crecimiento chino de 2009. Sin embargo, una rentabilidad menor de la esperada en los proyectos de infraestructuras, junto al papel destacado del crédito bancario en su financiación, pueden debilitar tanto al sector bancario –ante el resurgir de créditos dudosos–, como a los gobiernos locales –principales proveedores de los servicios de cobertura social–.

Preocupada por el posible aumento de la morosidad y los riesgos de sobrecalentamiento de la economía, la autoridad monetaria continúa introduciendo medidas de control. Tras varios aumentos del coeficiente de caja, y aún resistiéndose a aumentar el tipo de interés, el banco central ha limitado la concesión de créditos nuevos a RMB 7,5 billones anuales (\$ 1.1 billones) frente a los RMB 9,6 billones concedidos en 2009. Por ahora, el sobrecalentamiento es más un riesgo que una realidad. En particular, la subida de la inflación hasta el 2,7% en febrero es debida básicamente al incremento en el precio de los alimentos, consecuencia del frío de los últimos meses, y a los efectos estacionales del salto en el calendario del año nuevo chino de enero en 2009 a febrero en 2010.

Los indicadores de actividad continúan evidenciando la vitalidad del país. Para empezar, la producción industrial de enero y febrero combinados creció un 20,7% interanual, frente al promedio del 17,9% en el cuarto trimestre. El índice de gestores de compras (PMI) sigue por encima de los 50 puntos –límite entre recesión y expansión–, aunque algo por debajo de

El IPC se dispara en febrero por los alimentos.

CHINA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2007	2008	2009				2010	
			I	II	III	IV	Enero	Febrero
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	20,7	20,7
Producción eléctrica	15,7	6,7	–4,3	–0,4	8,0	24,3	24,7	24,7
Precios de consumo (*)	4,8	5,9	–0,6	–1,5	–1,3	0,7	1,5	2,7
Balanza comercial (**)	262	298	319	296	252	198	173	176
Tipo de interés de referencia (***)	7,47	5,31	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	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.

los meses anteriores. Por su parte, la demanda interna prosiguió su ascenso y reveló cierta ralentización en el crecimiento de la inversión frente a la aceleración del consumo. En particular, la inversión subió un 26,6% interanual en febrero, claramente por debajo del promedio del 32% del último trimestre. Asimismo, las ventas minoristas conjuntas de enero y febrero aumentaron un 17,9% interanual en términos reales.

Por último, en el frente exterior, el superávit de la balanza comercial vuelve a disminuir, fruto de la escalada en las importaciones, y se sitúa para enero-febrero un 55% por debajo del mismo periodo del año anterior (en 21.800 millones de dólares). Las importaciones combinadas crecieron un 64% interanual y las exportaciones un 31%. Esta dinámica de ajuste del superávit comercial reduce la posibilidad de una apreciación del renminbi a corto plazo. Sin embargo, parece ineludible que durante la segunda mitad del año China reintroduzca una mayor flexibilidad en el tipo de cambio como una herramienta más para evitar los riesgos de sobrecalentamiento antes mencionados.

Brasil: viento en popa a toda vela

Definitivamente, la recesión en Brasil dejó tras de sí una estela fugaz y sin grandes desperfectos. Tras reconciliarse con el crecimiento, ya en el segundo trimestre del año, la economía brasileña salda el cómputo total de 2009 con un retroceso mínimo del 0,2%. Además, en el cuarto trimestre, y después de cuatro registros negativos, pudo anotar ya su primer avance interanual. ¡Nada menos que del 4,3%! Una cifra sin brillo si se compara con las de China o India pero ciertamente luciente en relación a la mayoría restante. Y una cifra que no sólo confirma la solidez de la recuperación carioca sino que vaticina un 2010 a velocidad de crucero.

La demanda interna se reafirma, una vez más, como el principal motor de la recuperación. Con un avance interanual del 7,7%, el consumo certifica su resistencia y, a su vez, la efectividad de los soportes fiscales y monetarios. La inversión, por su parte, prosigue su remontada y anota su primer crecimiento interanual, del 3,3%, tras tres trimestres en negativo. El gasto público también vuelve a sumar, y mucho:

De nuevo, el resto de indicadores siguen mostrando el vigor de la economía.

La economía de Brasil salda el 2009 con un retroceso mínimo y abraza un 2010 de briosa recuperación.

La demanda interna revalida su papel motriz y la exportación va recuperando el tono.

BRASIL: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2007	2008	2009				2010	
			I	II	III	IV	Enero	Febrero
PIB real	6,1	5,1	-1,9	-1,7	-1,4	4,3	-	...
Producción industrial	5,9	2,9	-13,8	-11,3	-8,6	5,9	16,3	...
Confianza del consumidor (*)	132,3	140,4	128,5	128,4	141,9	154,2	158,7	159,0
Tasa de paro São Paulo (**)	15,0	13,0	12,6	13,9	13,1	11,8	...	...
Precios de consumo	3,6	5,7	5,8	5,2	4,4	4,2	4,6	4,8
Balanza comercial (***)	40,0	24,8	25,1	27,5	26,4	25,3	25,7	24,3
Tipo de interés SELIC (%)	12,75	11,25	11,25	9,25	8,75	8,75	8,75	8,75
Reales por dólar (*)	2,1	1,8	2,3	2,0	1,8	1,7	1,9	1,8

NOTAS: (*) Valor.

(**) Porcentaje sobre población activa.

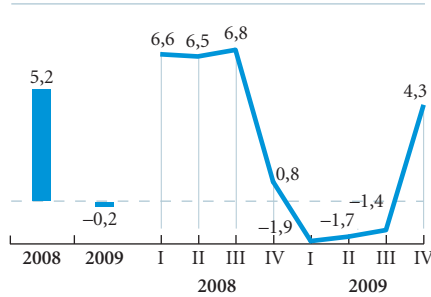
(***) Saldo acumulado de 12 meses. Miles de millones de dólares.

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

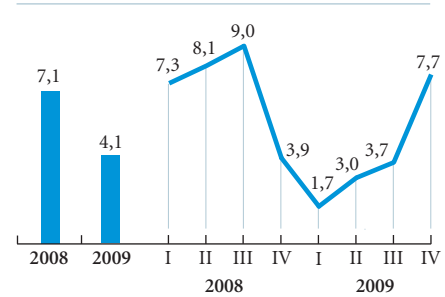
EVOLUCIÓN DEL PIB DE BRASIL POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual en términos reales

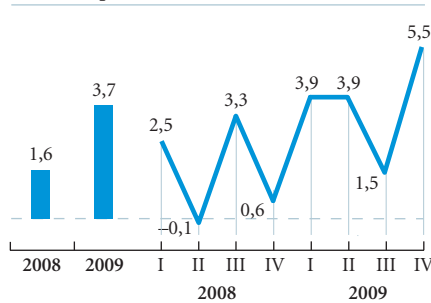
PIB



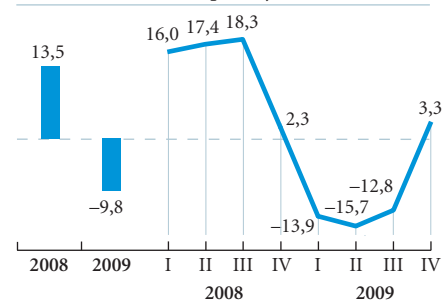
Consumo privado



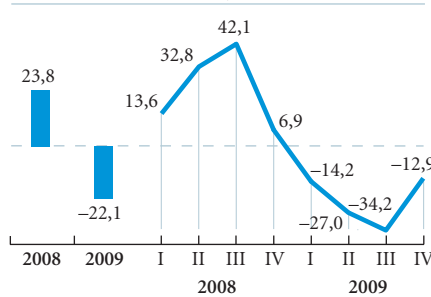
Consumo público



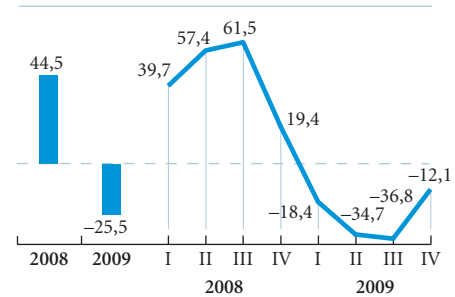
Formación bruta de capital fijo



Exportaciones de bienes y servicios



Importaciones de bienes y servicios



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

Real e inflación prosiguen su avance y el Banco Central mantiene tipos... en marzo.

un 5,5% respecto al mismo periodo en 2008. Por consiguiente, las únicas partidas que mantienen un signo interanual negativo son las de sector exterior: un 13% las exportaciones y un 12% las importaciones. Aun así, ralentizan su retroceso y, respecto al trimestre anterior, incluso avanzan de forma ostensible: un 14% y un 20%, respectivamente. Para el total del año, el balance cierra en positivo para el consumo, tanto privado como público, y en negativo para el resto (véase gráfico anterior).

Ante dichos resultados, el panorama macroeconómico en Brasil sigue invitando al optimismo. Un optimismo que es, a la vez, causa y efecto de una confianza interna en máximos históricos y de un crecimiento esperado en 2010 en torno al 5%. El propio ministro de finanzas brasileño coincide con dicha previsión y la vincula tanto a la continuidad del patrón de consumo como al despegue de la inversión, impulsada ésta última por la necesidad de nuevas infraestructuras a raíz de los jue-

gos olímpicos de 2016 y de la explotación petrolera mar adentro. De cara a 2011, una vez el efecto base de la crisis haya desaparecido, el impacto de las políticas expansivas del último año se haya disipado y los estímulos se vayan retirando, el crecimiento regresará a niveles más acordes con su potencial, alrededor del 4%.

En ese sentido, el pistoletazo de salida del ajuste monetario es inminente, muy pro-

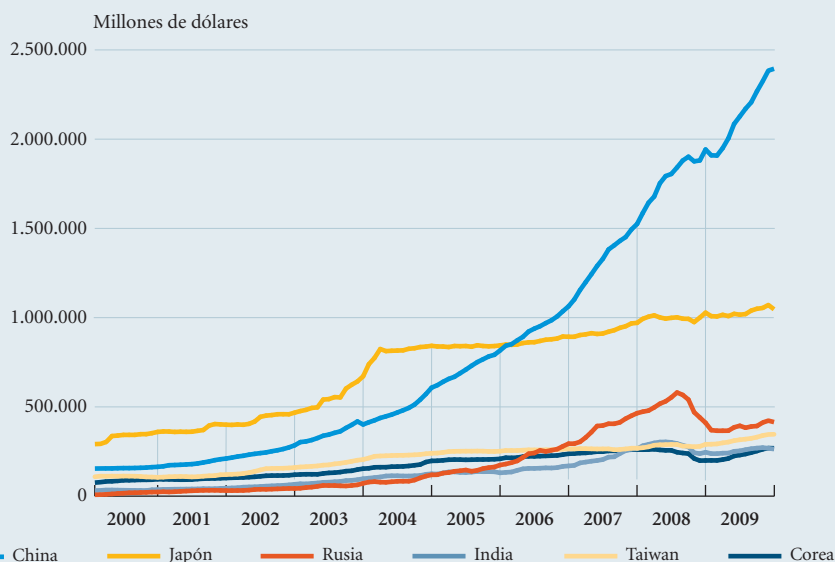
bablemente este mismo mes de abril, y la consolidación fiscal, aunque nadie la espere antes de octubre, deberá llegar tarde o temprano. Más temprano que tarde si Brasil quiere mantener el compromiso con la estabilidad macroeconómica que tan bien le hizo cuando llegó la crisis. Al fin y al cabo, aunque ahora sople a favor, el viento siempre acaba virando y, cuando ello ocurra, más vale tener las velas controladas.

Reservas de divisas: la montaña sigue creciendo

Hank Paulson, secretario del Tesoro de Estados Unidos en los momentos más duros de la crisis financiera global, cuenta en sus memorias un sorprendente episodio. A principios de agosto de 2008, coincidiendo con la apertura de las olimpiadas de Pekín y la invasión rusa de Georgia, el gobierno ruso de Dimitri Medvedev ofreció a Pekín realizar una estrategia de venta masiva de bonos hipotecarios norteamericanos de Fannie Mae y Freddie Mac. El objetivo era obligar al gobierno estadounidense a rescatar con dinero público a las compañías en apuros y evitar que los bonos perdieran todo su valor. China se negó, pero finalmente ambas compañías (privadas, pero con una garantía tácita del gobierno) fueron rescatadas por la Casa Blanca. Rusia acabó vendiendo todos sus bonos, valorados en más de 65.000 millones a principios de año.

CHINA ACAPARA LAS RESERVAS

Reservas de divisas oficiales de los principales tenedores



FUENTES: Fondo Monetario Internacional y Thomson Reuters Datastream.

¿Cómo es posible que un país considerado emergente condicione la política financiera de la primera economía mundial, precipitando la crisis de dos bastiones de su sistema financiero? La explicación reside en la enorme acumulación de reservas de divisas de los países emergentes. Estos fondos, gestionados por los bancos centrales, se materializan en activos líquidos y seguros (la rentabilidad no es lo más importante), como la deuda pública de los países desarrollados y, más concretamente, los bonos del Tesoro de Estados Unidos o deuda de empresas garantizada por el gobierno estadounidense. Dos terceras partes de los alrededor de 7,5 billones de dólares que constituyen las reservas de divisas oficiales mundiales se hallan materializadas en dólares. El advenimiento del euro apenas ha alterado el predominio de la divisa estadounidense.

Desde las crisis asiática y rusa de 1997 y 1998, las reservas de divisas de los países emergentes han crecido hasta unos niveles sin precedentes. Las crisis monetarias de los años noventa, con sus correspondientes contagios indiscriminados y posteriores exigencias de ajuste, pusieron de manifiesto la fragilidad financiera de estos países. La reacción fue acaparar activos que constituyeran una pantalla protectora ante nuevas posibles crisis. Pese a que, en general, muchas economías emergentes han adoptado reformas liberalizadoras de sus sistemas financieros y se han integrado en la economía global, el hambre de reservas de sus autoridades monetarias y financieras no se ha contenido. La acumulación refleja la necesidad de cubrirse ante eventuales ataques especulativos y de

RESERVAS DE DIVISAS (1)

Valores al cierre del ejercicio

	En miles de millones de dólares de EEUU			En porcentaje de:						
	1996	2008	2009	PIB 2008	Deuda externa a corto plazo (2)			Importaciones		
					1996	2008	2009	1996	2008	2009
Asia (3)	477	3.320	3.355	45	170	589	595	49	74	83
China	105	1.946	1.954	44	376	1.865	1.873	76	172	186
India	20	247	242	20	260	333	324	55	85	88
Corea	33	200	212	21	45	173	177	22	46	55
Otros Asia (4)	319	927	948	52	145	502	511	48	62	72
América Latina (5)	142	440	410	13	145	369	300	89	71	69
Brasil	58	193	186	12	111	342	329	109	111	115
Chile	16	23	24	14	201	113	114	89	40	47
México	19	94	84	9	60	241	218	21	30	29
ECO (6)	53	233	211	17	504	107	92	36	43	...
Oriente Medio (7)	17	54	47	9	111	112	90	34	41	...
Rusia	11	413	368	25	42	509	446	16	141	143
<i>Pro memoria:</i>										
<i>Exportadores netos de petróleo (8)</i>	<i>93</i>	<i>885</i>	<i>...</i>	<i>21</i>	<i>200</i>	<i>1.862</i>	<i>...</i>	<i>42</i>	<i>87</i>	<i>...</i>

NOTAS: (1) Los agregados regionales son la suma de las economías enumeradas; los porcentajes son medias simples. Para 2009, datos de principios de año.

(2) Suma de activos transfronterizos consolidados de todos los bancos declarantes al BPI frente a países declarantes con vencimientos de hasta un año y títulos de deuda internacionales en circulación con vencimiento residual de hasta un año.

(3) Países enumerados.

(4) Filipinas, Hong Kong, Indonesia, Malasia, Singapur, Taipei Chino y Tailandia.

(5) Países indicados más Argentina, Colombia, Perú y Venezuela.

(6) Europa central y oriental: Bulgaria, Croacia, Eslovaquia, Eslovenia, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia, República Checa y Rumania.

(7) Arabia Saudita, Kuwait y Qatar. Para Arabia Saudita, excluidas inversiones en títulos extranjeros.

(8) Angola, Argelia, Kazajstán, México, Nigeria, Noruega, Rusia, Venezuela y Oriente Medio.

FUENTE: Banco de Pagos Internacionales (BPI).

tener capacidad de rescatar a sus sistemas bancarios, intervenir en los mercados de cambios o, en definitiva, no tener que someterse, en caso de crisis, a las exigencias de organizaciones internacionales.

Pero la incesante acumulación de reservas excede los niveles considerados razonables para las necesidades descritas. Como se refleja en el cuadro anterior, en las economías emergentes de Asia las reservas equivalen a 6 veces la deuda exterior a corto plazo (se considera suficiente cubrir el 100%) y representan más del 80% de las importaciones anuales (el nivel normal sería un 25%-50%). Es particularmente llamativo el caso de China, cuyos activos exteriores de reserva multiplican por 18 su deuda exterior a corto plazo y casi duplican el volumen anual de importaciones. Brasil y Rusia también aparecen como muy bien cubiertos ante una hipotética crisis monetaria internacional. De hecho, en general, las economías emergentes no se han visto seriamente afectadas por la crisis financiera global y han superado la misma de forma mucho más airosa que en casos anteriores.

La explicación clave para entender estos enormes niveles de reservas oficiales de divisas son los desequilibrios internacionales de balanza de pagos. Las cifras recopiladas por el Fondo Monetario Internacional muestran una correspondencia elevada entre los superávits corrientes de las economías emergentes y el aumento de sus reservas oficiales. Desde principios de siglo y hasta mediados de 2008 la mayor parte de economías emergentes experimentó un elevado crecimiento, muy orientado a las exportaciones y asociado a crecientes tasas de ahorro nacional y a fuertes entradas de capital foráneo. La combinación de grandes superávits por cuenta corriente y elevadas entradas de capital han conducido a fuertes presiones apreciadoras sobre las monedas de muchos emergentes. El rechazo a una eventual apreciación de la moneda obliga a una intervención en los mercados de cambios que engrosa las reservas de divisas en los bancos centrales. China es el exponente más destacado de esta política, habiéndose convertido en el principal tenedor de reservas. El circuito se cierra en el elevado y persistente déficit corriente de Estados Unidos, que gracias a la privilegiada posición del dólar en el sistema monetario internacional puede financiar sin problemas un voluminoso desequilibrio exterior.

Esta situación preocupa por su potencial desestabilizador. En primer lugar, no es realista suponer una capacidad de endeudamiento exterior ilimitada, incluso para Estados Unidos. En segundo lugar, los desajustes en los mercados de cambios pueden prolongarse por mucho tiempo, pero en un momento dado pueden desatar una súbita crisis si desaparece la confianza en la que se sustentan. Y, en tercer lugar, y más importante, esta situación tiene un efecto expansivo sobre la liquidez global –presionando a la baja los tipos de interés–, un elemento que ha estado presente en la génesis de la actual crisis financiera global.

¿Cómo corregir la tendencia a acumular reservas? Estados Unidos y emergentes se hallan atrapados en una especie de dilema del prisionero, en el cual no se acaban de decidir si actuar de forma cooperativa o no. Así, una parte significativa de la deuda estadounidense pública se halla en manos de bancos centrales extranjeros que, por tanto, podrían condicionar los mercados de la misma. Ello podría constituir una inquietante dependencia de países quizás poco amigables. Desde otro punto de vista, la preeminencia del dólar crea inquietud entre los responsables de la cartera de divisas de los países emergentes. En más de una ocasión, China ha expresado su intención de diversificar más allá del dólar, pero vender los activos en dólares significa asumir el riesgo de deprimir estos mercados, depreciando automáticamente el valor de sus reservas: un mal negocio. Por su parte, Estados Unidos acusa a China de mantener artificialmente devaluada su moneda. Si las autoridades chinas permitieran una apreciación del renminbi, el desequilibrio comercial del gigante asiático disminuiría y la acumulación de reservas chinas podría estabilizarse. Pero las autoridades chinas parecen no estar por la labor.

Reconducir los actuales volúmenes de reservas de divisas hacia niveles más razonables y desactivar su potencial desestabilizador requeriría reducir los desequilibrios de la economía de Estados Unidos, que los países emergentes aceptaran unos tipos de cambio más realistas y proceder a una diversificación de los activos de reserva en términos de moneda y de instrumentos. Hasta que esto no suceda, estaremos sujetos a sorpresas como la que se llevó Hank Paulson en el verano de 2008.

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

México sigue trabajando para cimentar la recuperación y la estabilidad económica.

México: de las crisis, también se aprende

México encaró la crisis con relativa estabilidad macroeconómica y, sin embargo, su economía sufrió los estragos de la recesión como pocas en América Latina. La magnitud de la caída del PIB en 2009, del 6,5%, evidenció, por un lado, su elevada exposición a los vaivenes de la actividad manufacturera en Estados Unidos y, por otro, la insuficiente capacidad de los soportes fiscales y monetarios para mitigar la conjunción de un retroceso de la demanda externa y un rápido desplome del gasto interno. Aunque, esta vez sí, México pudo recurrir

a políticas económicas contracíclicas para hacer frente a la adversidad económica, su margen de maniobra era limitado. Una limitación que tanto el gobierno de Calderón como el Banco Central de México quieren enmendar, al menos en parte, con sus últimas iniciativas.

La necesidad de mayores reservas internacionales fue una de las lecciones que las autoridades mexicanas sacaron de la crisis. De ahí que, en la última semana de febrero, la Comisión de Cambios, integrada por miembros de Banxico y de la Secretaría de Hacienda, estableciera un nuevo procedimiento con el objetivo de engor-

MÉXICO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2007	2008	2009				2010	
			I	II	III	IV	Enero	Febrero
PIB real	3,3	1,5	-9,1	-8,5	-6,1	-2,4	-	...
Producción industrial	1,9	-0,9	-9,6	-9,6	-6,5	-2,0	4,8	...
Confianza del consumidor (*)	104,9	92,2	80,1	80,5	83,0	78,4	82,1	80,6
Índice avanzado de actividad	116,5	118,0	108,9	108,3	111,1	113,1	...	...
Tasa de paro general (**)	3,7	4,0	5,0	5,2	6,3	5,3	5,9	5,4
Precios de consumo	-22,7	-11,8	6,2	6,0	5,1	4,0	4,5	4,8
Balanza comercial (***)	-10,1	-17,3	-17,6	-15,9	-12,6	-4,7	-3,5	-2,7
Tipo de interés oficial de Banxico (%)	7,00	7,50	6,75	4,75	4,50	4,50	4,50	4,50
Pesos mexicanos por dólar (*)	11,0	10,6	14,2	13,2	13,5	13,1	13,0	12,8

NOTAS: (*) Valor.

(**) Porcentaje sobre población activa.

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

FUENTES: Banco de México y elaboración propia.

dar sus arcas de reservas. Paralelamente, la misma comisión ha solicitado la renovación, por un año, de la línea de crédito que contrató en abril de 2009 con el Fondo Monetario Internacional. Aunque dicha línea nunca se utilizó, sí contribuyó a ensanchar la confianza de los inversores en la estabilidad de la economía mexicana por lo que su prórroga pretende hacer frente a los riesgos que aún persisten sobre la recuperación de la economía azteca. En todo caso, a medida que las reservas se repletan, México planea reducir gradualmente su dependencia de dicha línea y, en ese sentido, la progresiva recuperación del saldo por cuenta corriente acelerará el proceso.

Otro de los flancos a reforzar, revelado abiertamente por la crisis, es el margen de maniobra fiscal. Dada la extraordinaria exposición de México a la recesión en Estados Unidos, el tamaño del impulso público resultó del todo insuficiente y, sin embargo, poco más podía hacer el gobierno. Expandir esa capacidad exige una reforma profunda de las finanzas públicas y el gobierno del presidente Calderón es consciente de ello. Su nuevo plan de austeridad prevé un ahorro de más de 3.000 millones de dólares en tres años y, aun siendo un primer paso, no deja de ser un granito de arena. La clave está en la reforma fiscal que, según sus planes, debería aprobarse antes del otoño. Con todo, no está claro que dicha reforma consiga corregir las vulnerabilidades históricas de los ingresos públicos mexicanos: su excesiva dependencia del saldo petrolero y la elevada evasión fiscal. En ese sentido, cabe esperar que, aunque no sea en septiembre, tarde o temprano se dé el consenso necesario para conseguirlo.

En todo caso, dejando de lado las carencias destapadas por el último bache, la mejoría de la situación económica en México es totalmente manifiesta y los indi-

cadore adelantados de actividad siguen apuntando hacia su progresión. Aun así, la demanda interna sigue convaleciente por lo que, a corto plazo, no cabe duda de que las autoridades mexicanas mantendrán los estímulos para restar riesgos de recaída. Una lección que ya aprendimos de crisis anteriores.

El petróleo y los metales se encarecen

El precio del petróleo superó el nivel de los 80 dólares, a pesar de que el billete verde mantuvo sus ganancias. Entre el 18 de febrero de 2010 y el 18 de marzo de 2010 el crudo ganó un 5,2%, llegando a los 81,39 dólares por barril (calidad *Brent*, para entregas a un mes). Con ello, el crudo lleva ganado un 4,6% este año, mientras que el dólar lleva ganado un 5,4% respecto al euro.

Las expectativas de recuperación presionan al alza el precio del petróleo a corto plazo. Sin embargo, mayores subidas quedan limitadas por la capacidad sobrante en los países de la OPEP. Esta organización decidió mantener cuotas, a pesar de las últimas apreciaciones, y espera que el precio del crudo siga dentro de la banda de los 75-85 dólares por barril.

En lo concerniente al resto de materias primas, el encarecimiento de los metales se compensó con los retrocesos de los precios de los alimentos. Así, el índice *The Economist* quedó prácticamente inalterado, perdiendo un 0,3% entre el 18 de febrero y el 18 de marzo. Entre los metales destacan las subidas del hierro, el níquel y el aluminio. Chile, el mayor productor mundial de cobre, cerró varias minas a causa de los terremotos, pero los mayores puertos de Antofagasta y Mejillones quedaron indemnes. Así, el cobre tuvo una subida relativamente más moderada, tras las fuertes apreciaciones de principios de

La demanda externa sigue tirando del carro de la recuperación mexicana mientras la interna se mantiene pàvida.

El crudo supera el nivel de 80 dólares por barril a pesar de la fortaleza del billete verde.

La recuperación alimenta la apreciación del petróleo.

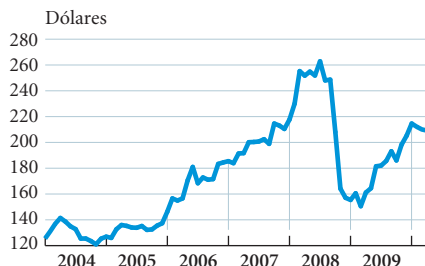
**Los metales siguen al alza
y los alimentos bajan
capitaneados por el azúcar.**

año. También los metales nobles como el platino y el paladio evolucionaron al alza, mientras que el oro se mantuvo inalterado por encima de la barra de los 1.100 dó-

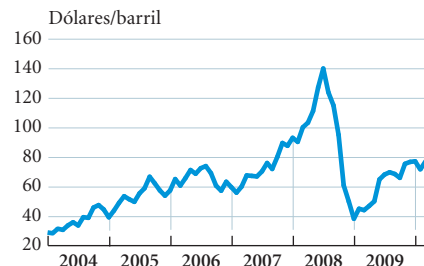
lares por onza. Entre los alimentos, destaca el desplome del azúcar, que perdió un 30% después de unas cosechas que han resultado mejores de lo esperado.

EVOLUCIÓN DE MATERIAS PRIMAS SELECCIONADAS (*)

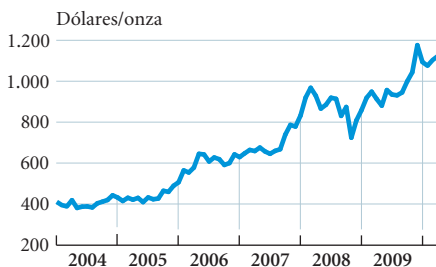
Índice «The Economist»



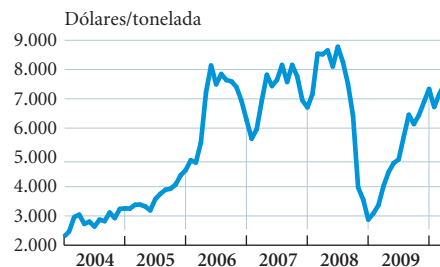
Petróleo Brent



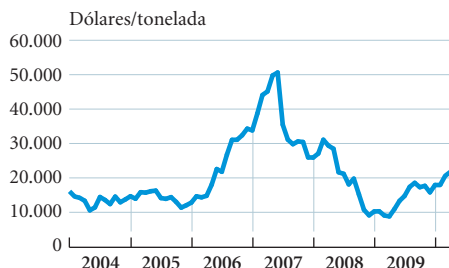
Oro



Cobre



Níquel



Trigo



NOTA: (*) Datos correspondientes al último día del mes (último dato, 18 de marzo).
FUENTES: «The Economist», Thomson Reuters Datastream y elaboración propia.

UNIÓN EUROPEA

Zona del euro: recuperación sí, pero débil

Sin darnos cuenta ya hemos dejado atrás el primer trimestre de 2010 y, de momento, en la zona del euro las únicas buenas

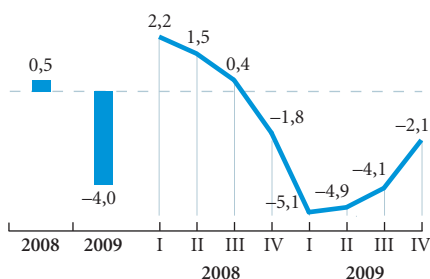
noticias son la llegada de la primavera y el buen tiempo, pues el terreno económico sigue sin darnos muchas alegrías. Antes de entrar en el detalle del análisis de los últimos indicadores económicos y su futura evolución, merece la pena retroceder

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

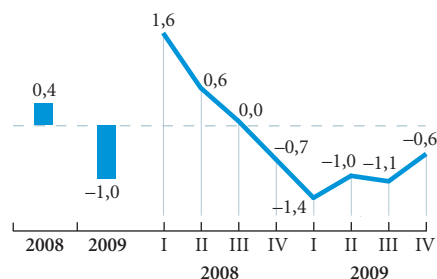
EVOLUCIÓN DEL PIB DE LA ZONA DEL EURO POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual

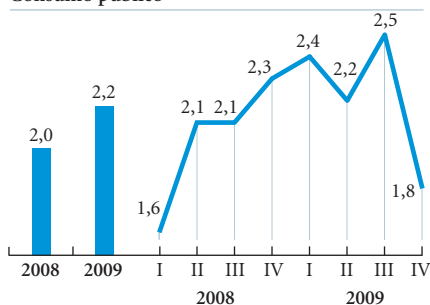
PIB



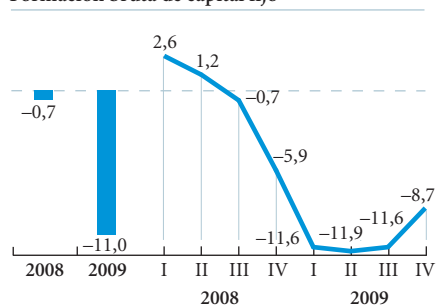
Consumo privado



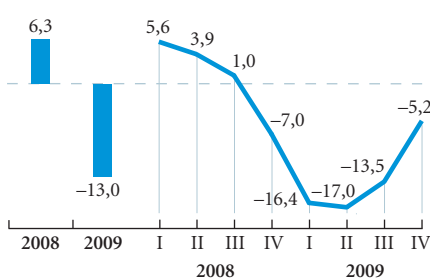
Consumo público



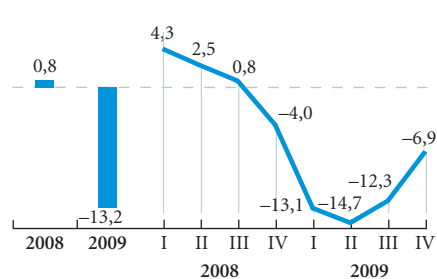
Formación bruta de capital fijo



Exportaciones de bienes y servicios



Importaciones de bienes y servicios



FUENTES: Eurostat y elaboración propia.

El consumo y la inversión están siendo los frenos...

un poco en el tiempo. El mes pasado ya se publicó la tasa de crecimiento de la eurozona del cuarto trimestre, que se quedó en un triste avance del 0,1% intertrimestral. Ahora, Eurostat ha dado a conocer la evolución de los distintos componentes del producto interior bruto (PIB). Su valoración es obligada para entender bien cuáles son los motores del proceso de recuperación y cuáles son los elementos que lo están frenando.

Tanto el consumo como la inversión mantuvieron un tono muy débil y siguen limitando la capacidad de recuperación de la eurozona. La inversión, concretamente, retrocedió un 0,8% con respecto al trimestre anterior y restó 0,2 puntos porcentuales al crecimiento del PIB. Aunque es cierto que el ritmo de retroceso ha disminuido considerablemente, pues en el primer trimestre de 2009 alcanzó el -5,4%, el ritmo al que se está recuperando está siendo algo más lento de lo inicialmente previsto. Y nada hace pensar

que las cosas hayan cambiado demasiado a lo largo del primer trimestre de este año. La recuperación del índice de producción industrial sigue a buen ritmo y en el mes de enero ya alcanzó una tasa de crecimiento interanual positiva. Ello, en condiciones normales, indicaría que la recuperación de la inversión es inminente, pero la baja utilización de la capacidad productiva, que se mantiene en mínimos históricos, no ofrece un futuro demasiado esperanzador. Tampoco los índices de confianza empresarial dibujan una salida de la recesión demasiado boyante. Aunque la mayoría de ellos siguen en el camino de la recuperación, la senda de salida que trazan es bastante plana.

El perfil de recuperación del consumo privado no es tan negativo, pero tampoco permite esperar un retorno rápido a tasas de crecimiento como las registradas antes de la recesión. En el último trimestre de 2009 su evolución fue totalmente plana, con lo que la tasa de variación interanual

...y las perspectivas a corto plazo no son demasiado halagüeñas.

ZONA DEL EURO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2008	2009	2009				2010	
			I	II	III	IV	Enero	Febrero
PIB	0,5	-4,0	-5,1	-4,9	-4,1	-2,1	-	...
Ventas al por menor	-0,7	-2,2	-3,3	-2,5	-2,1	-1,1	-1,3	...
Confianza del consumidor (1)	-18,1	-24,7	-32,5	-27,9	-21,4	-17,0	-15,8	-17,4
Producción industrial	-1,7	...	-18,5	-18,7	-14,5	-7,5	1,9	...
Sentimiento económico (1)	93,5	80,8	71,5	75,6	84,1	91,9	96,0	95,9
Tasa de paro (2)	7,5	9,4	8,8	9,3	9,6	9,9	9,9	...
Precios de consumo	3,3	0,3	1,0	0,2	-0,4	0,4	1,0	0,9
Balanza comercial (3)	-1,2	-14,4	-36,3	-31,2	-5,2	15,2	...	...
Tipo de interés euríbor 3 meses	4,6	1,2	2,0	1,3	0,9	0,7	0,7	0,7
Tipo de cambio efectivo nominal del euro (4)	110,6	111,7	109,9	111,0	112,1	113,8	110,8	108,0

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.

se quedó en el $-0,6\%$. Como en el caso de la inversión, los distintos indicadores del estado de ánimo del consumo en el primer trimestre de 2010 tampoco dibujan unas perspectivas demasiado halagüeñas. Las ventas al por menor, el indicador de referencia de alta frecuencia, sigue con su lenta y errática recuperación. Después de la moderada mejora del mes de diciembre, que situó la tasa de variación interanual en el $-0,5\%$, en el mes de enero, volvió a recular un poco, hasta el $-1,3\%$.

La debilidad de la demanda es patente en otros indicadores. La inflación, sin ir más lejos, se mantiene muy por debajo de la media de los últimos 15 años, que se sitúa en el $1,9\%$. En el mes de febrero la variación interanual del índice de precios al consumo armonizado reculó una décima hasta el $0,9\%$ y la inflación subyacente descendió hasta el $0,8\%$. Aunque el debate sobre el riesgo de deflación podría ganar cierto calado en los próximos meses, nuestras previsiones no contemplan que la inflación acabe bajando mucho más. De hecho, ésta debería ganar fuerza

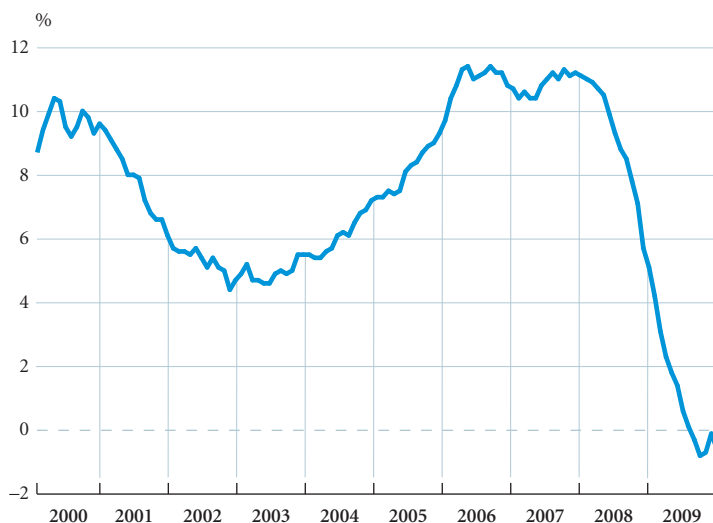
en la segunda mitad del año, cuando el consumo empiece a recuperarse con algo más de convicción. El elemento clave para que ello suceda está, fundamentalmente, en la futura evolución del mercado laboral y en la rapidez y profundidad del proceso de desapalancamiento.

Por lo que al mercado laboral se refiere, la tasa de paro lleva unos meses en los que claramente parece haber encontrado un techo. En el mes de enero, ésta se mantuvo en el $9,9\%$, con lo que en los últimos seis meses sólo ha aumentado tres décimas. En los próximos meses no descartamos que siga aumentando y, de hecho, ésta podría llegar a alcanzar valores cercanos al $10,5\%$, pero lo más probable es que a finales de año ya empiece a dibujar una ruta descendente. Ello, sin lugar a dudas, sería un gran apoyo para la recuperación del consumo pues, además de aumentar la renta disponible de los hogares, reduciría considerablemente la incertidumbre que hoy en día les ha obligado a aumentar el ahorro por motivo de precaución.

El consumo se mantendrá débil por la elevada tasa de paro...

EL PROCESO DE DESAPALANCAMIENTO FRENA LA RECUPERACIÓN

Variación interanual del crédito en la eurozona



FUENTES: Banco Central Europeo y elaboración propia.

...y el proceso de desapalancamiento.

El proceso de desapalancamiento va a llevar un poco más de tiempo en completarse y, en parte, ello será uno de los factores que no permitirá que el consumo vuelva a crecer a su velocidad de crucero en el medio plazo. La tasa de variación interanual del crédito continúa hundida en mínimos. En el mes de enero, el retroceso alcanzó el 0,6%. Ya lleva cinco meses consecutivos en terreno negativo y todo hace prever que esta tónica se mantendrá en los próximos meses.

Para terminar con el repaso de la evolución de los distintos componentes del PIB del cuarto trimestre, queda por mencionar el comportamiento del sector exterior. Éste, como era de esperar, continuó actuando como soporte del proceso de recuperación. La misma flexibilidad que llevó al sector a hundirse a finales de 2008 está permitiendo que la salida de la recesión sea bastante rápida. Las exportaciones avanzaron un 1,7% con respecto al trimestre anterior y siguen sin mostrar síntomas de debilidad. El avance de las importaciones también fue notable, del 0,9% concretamente, pero en su conjunto el sector exterior añadió 0,3 puntos porcentuales al crecimiento de la eurozona. Este comportamiento debería mantenerse durante, como mínimo, la primera mitad del año y, de hecho, la debilidad del euro prevista para los próximos meses podría hacer que la contribución se alargara durante el segundo semestre.

Así pues, la senda de salida de la recesión que está perfilando la eurozona no es demasiado esperanzadora. Lo peor de la recesión ha quedado atrás, es cierto, pero el camino hasta la plena normalización de la actividad económica se hará muy largo. De momento, nuestras previsiones sitúan el crecimiento del PIB para el conjunto del 2010 alrededor del 1, pero los riesgos están situados claramente a la baja. Además, queda por ver la capacidad de coor-

dinación entre los distintos estados de la unión monetaria en el proceso de retirada de las políticas fiscales expansivas y cómo ello, a su vez, encaja con el inicio de subida de tipos de interés por parte del Banco Central Europeo (BCE). De momento, la capacidad de reacción y coordinación respecto a la crisis desatada por la deuda pública de Grecia ha conseguido calmar los mercados, pero el caso no se ha conseguido cerrar. Todo ello lo deberemos ir siguiendo de cerca en los próximos meses.

La economía alemana se contagia de las bajas temperaturas

El estancamiento de la economía germana en los últimos tres meses del año pasado puso freno a la recuperación iniciada en el segundo trimestre de 2009. El desglose del PIB muestra que el sector exterior fue el único que tomó las riendas de la economía germana, con una contribución al crecimiento de 2,2 puntos porcentuales en este periodo. Esta importante aportación de la demanda exterior, la mayor desde el inicio de la crisis, fue neutralizada por el debilitamiento del resto de componentes, particularmente por las existencias. Los datos disponibles para los primeros meses de 2010 no muestran signos de mejora en el primer trimestre.

En enero, la evolución del mercado exterior fue menos positiva, con una contracción del saldo comercial del 47,6% respecto al mes anterior. Ello fue resultado del aumento de las importaciones y la caída de las exportaciones, debido a la menor demanda de bienes alemanes por parte de los países de la Unión Europea. A pesar de que los datos mensuales del comercio exterior suelen presentar bastante volatilidad, esta cifra pone de manifiesto la necesidad de la recuperación de la demanda interna para que Alema-

El sector exterior sigue siendo el soporte de la recuperación.

El sector exterior alemán es el único que crece en el cuarto trimestre de 2009.

ALEMANIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2008	2009	2009				2010	
			I	II	III	IV	Enero	Febrero
PIB	1,0	-4,9	-6,7	-5,8	-4,8	-2,4	-	...
Ventas al por menor	0,0	-2,1	-2,9	-1,8	-2,3	-1,7	-4,0	...
Producción industrial	-0,1	-16,0	-19,9	-19,2	-15,5	-8,7	2,1	...
Índice de actividad empresarial (IFO) (*)	96,8	87,7	82,6	84,8	89,9	93,5	95,8	95,2
Tasa de paro (**)	7,8	8,1	8,0	8,2	8,2	8,1	8,1	8,2
Precios de consumo	2,6	0,4	0,9	0,3	-0,3	0,4	0,8	0,6
Balanza comercial (***)	195,0	140,2	160,2	140,3	131,0	129,5	136,6	...

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.

nia retome una senda sostenible de crecimiento en los próximos meses.

Por el lado de la oferta, los indicadores mensuales mostraban cierto repunte en enero. Así, a pesar de encontrarse en niveles similares a los de 2004, la producción industrial aumentó respecto al mismo mes de 2009, registrando el primer incremento interanual del último año y medio. Los pedidos industriales, que acostumbran a adelantarse a la evolución de la producción, crecieron un 4,7% intermensual en enero, lo que apuntaría hacia la dinamización de la actividad en los meses siguientes.

Sin embargo, como muestra el índice IFO de sentimiento industrial, el repunte de la actividad no ha llegado hasta el mes de marzo debido, en gran parte, a las condiciones climatológicas adversas de febrero. Además, como se observa en el gráfico siguiente, pese al aumento de la utilización de la capacidad productiva en el primer trimestre, ésta sólo ha recuperado un tercio de la caída sufrida desde el inicio de la recesión. Ello apunta a que la inversión no presentará importantes signos de mejora antes de la segunda mitad de 2010.

Por otro lado, el consumo privado tampoco dinamizará la economía en los próximos meses. Las ventas al por menor se redujeron de nuevo en enero, con una caída del 4,0% interanual. Por añadidura, la retirada de las ayudas públicas a la compra de automóviles significó una nueva reducción de las matriculaciones de febrero, del 29,8% interanual. Esta debilidad de la demanda provocó una reducción de la inflación, que se situó en el 0,6% en el mismo mes, dos décimas por debajo de la cifra de enero.

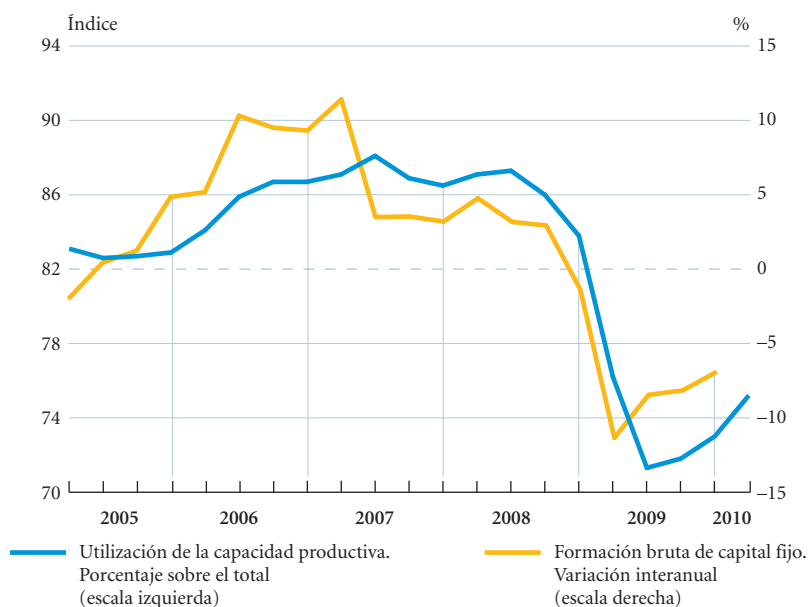
La debilidad del consumo se explica, en gran medida, por la incertidumbre que planea sobre el mercado laboral. Por un lado, la tasa de paro aumentó después de cuatro meses sin variar, situándose en el 8,2% en febrero. Como ya se mencionó en otras ocasiones, el motivo de este deterioro tan moderado del desempleo fue, en gran parte, el programa de reducción de jornada laboral (*kurzarbeit*). A pesar de ello, la aplicación de esta medida y la reducción de las horas extras provocaron, en 2009, la contracción del salario medio de los empleados en un 0,4%, la primera desde 1949.

La actividad industrial muestra signos de mejora en enero.

El consumo privado se mantendrá débil durante los primeros meses del año.

LA BAJA UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD PRODUCTIVA MANTIENE ANCLADA LA INVERSIÓN

Utilización de la capacidad productiva e inversión



FUENTES: Deutsche Bundesbank y elaboración propia.

El gobierno germano recorta el gasto presupuestado para 2010.

En este contexto, no se espera que el gasto público se posicione como una de las principales fuentes de crecimiento de la economía. Así, frente a las previsiones del déficit alemán, que lo sitúan por encima del 5,0% este año (3,3% en 2009), el ejecutivo alemán decidió reducir los gastos presupuestados en 2010 en cerca de 5.600 millones de euros. El menor deterioro esperado del mercado laboral permitirá, a través del menor gasto en subsidios de desempleo, gran parte del recorte. Sin duda alguna, este gesto no ha pasado desapercibido en el seno de la Unión Europea, en un momento en que los desequilibrios fiscales causan estragos a más de un estado miembro.

En definitiva, los indicadores de oferta y demanda no pronostican el despegue de la economía germana en el primer trimestre del año, con un crecimiento cercano a cero. Como consecuencia, nuestra previsión de crecimiento para 2010 ha sido rebajada en dos décimas porcentua-

les (del 1,6% al 1,4%), ya que no se espera que sea hasta la segunda mitad del año que la economía vuelva a repuntar con fuerza.

El paro y la deuda deslucen la recuperación francesa

Los indicadores disponibles muestran que la economía gala mantiene la tónica de recuperación iniciada en el segundo trimestre de 2009. Así, la producción industrial creció un 3,5% interanual el mes de enero, tras casi dos años de tasas negativas. Otros indicadores de la actividad industrial, como las matriculaciones o el índice de pedidos industriales, también apuntan a una mejora de la coyuntura económica francesa para el primer trimestre de 2010. Asimismo, cabe señalar la evolución favorable del número de creación de empresas, que en febrero experimentó un incremento mensual del 11,3%. En esta línea, el informe de co-

Los indicadores de actividad franceses muestran una mejora...

FRANCIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2008	2009	2009				2010	
			I	II	III	IV	Enero	Febrero
PIB	0,3	-2,2	-3,5	-2,7	-2,3	-0,3	-	...
Consumo de los hogares	-0,6	1,0	-0,8	0,5	-0,1	4,4	1,5	1,6
Producción industrial	-2,4	-11,8	-15,7	-15,2	-11,2	-4,5	3,5	...
Tasa de paro (*)	7,9	9,4	8,9	9,3	9,6	10,0	10,1	...
Precios de consumo	2,8	0,1	0,6	-0,2	-0,4	0,4	1,1	1,3
Balanza comercial (**)	-50,3	-48,8	-55,8	-52,9	-45,2	-41,4	-42,4	...

NOTAS: (*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

yuntura del Banco de Francia publicado el pasado día 8 de marzo anuncia un crecimiento de la actividad ligeramente positivo en el primer trimestre de 2010 con una subida del PIB del 0,4% intertrimestral.

Desde la perspectiva de la demanda, es importante observar el rumbo del consumo privado, ya que esta variable ha jugado un papel clave en el proceso de recuperación de la economía francesa. Efectivamente, el consumo de los hogares aumentó un 1% en 2009 a pesar de la coyuntura económica tan adversa. Ello fue posible porque la protección social del Estado francés facilitó el mantenimiento del nivel de gasto de los hogares. Por otro lado, las familias francesas están entre las menos endeudadas de Europa, en parte por las restrictivas condiciones de los bancos galos para conceder préstamos inmobiliarios. Además, el consumo francés recibió un fuerte estímulo a través del plan de reactivación económica que, entre otras medidas, otorgaba una subvención de 1.000 euros para la compra de un automóvil en 2009.

No obstante, existe el riesgo de que el consumo privado, hasta ahora el pilar de la recuperación, se estanque. Por una parte,

el débil comportamiento del mercado de trabajo puede desincentivar el gasto interno. Así, según el instituto estadístico francés, el INSEE, la tasa de paro aumentó en enero y se situó en el 10,1%. De igual forma, continuó la caída del número de asalariados, aunque a un ritmo menor en el último trimestre de 2009, con una pérdida anual de 357.600 puestos de trabajo. La ministra de Economía Christine Lagarde estima que el desempleo aumentará a lo largo de 2010, pero de forma cada vez más moderada. Tan sólo empezará a bajar cuando el crecimiento económico sea sostenido y suficientemente elevado.

Por otra parte, la enorme deuda y el déficit público francés, del 77,4% y del 7,9% del PIB en 2009, respectivamente, ponen de manifiesto la necesidad de que el gobierno recorte su programa de estímulos y su colchón social. Así, por ejemplo, a lo largo de 2010 se retirarán las ayudas a la compra de automóviles, aunque de forma gradual para evitar una caída en picado de las matriculaciones. De este modo, a partir de enero de 2010 se subsidian 750 euros y este monto se reducirá a 500 euros a partir de julio.

Asimismo, el Programa de Estabilidad de Francia 2009-2013 presentado a la Comi-

...pero el aumento de la tasa de paro y el recorte del gasto público pueden desestabilizar la recuperación económica.

Se reduce la infrautilización de la capacidad productiva.

La economía italiana se contrae un 5,1% en 2009.

sión Europea anuncia medidas para el recorte del gasto público a fin de que el exceso del déficit se haya corregido en 2013 y no exceda el estipulado 3% del PIB. Por ejemplo, se baraja la posibilidad de llevar a cabo una reforma del sistema de pensiones que retrase la edad de jubilación, situada en los 60 años.

En cuanto a la inversión, ésta tiende a crecer cuando el índice de utilización de la capacidad productiva sobrepasa su promedio de largo plazo (alrededor de los 80 puntos). Según el informe coyuntural del Banco de Francia, esta variable aumentó en febrero situándose en los 74,4 puntos, continuando la senda de crecimiento iniciada once meses atrás. De esta forma, el punto de inflexión en el cual la inversión empezará a contribuir favorablemente a la economía parece hallarse más próximo. Finalmente, tanto la mejora de la situación económica de los países compradores de productos franceses como la depreciación del euro facilitarán que la demanda externa se recupere muy gradualmente en los próximos meses.

El crecimiento italiano se mantendrá moderado en 2010

Después de los indicios de recuperación de la economía italiana en el tercer trimestre de 2009, el PIB se redujo en el trimestre posterior, con una caída del 0,3% intertrimestral. Ello situó la contracción de la economía transalpina en el conjunto de 2009 en un 5,1%, la mayor entre las principales economías europeas. Las previsiones apuntan hacia una débil recuperación en 2010, con un crecimiento inferior al 1,0%.

El desglose del PIB del cuarto trimestre muestra que esta contracción fue generalizada en todos sus componentes, siendo sólo las existencias las que contribuyeron

positivamente en 0,7 puntos porcentuales. Este efecto fue totalmente contrarrestado por la aportación negativa del sector exterior de 0,8 puntos. Las previsiones a corto plazo apuntan hacia un crecimiento moderado de la economía en los próximos trimestres, siendo la demanda externa y la inversión los principales motores de la economía. Sin embargo, no se espera un importante repunte de la inversión hasta que la utilización de la capacidad productiva no mejore.

Los indicadores de mayor frecuencia de la oferta apuntan hacia la recuperación de la actividad productiva. Así, la producción industrial aumentó un 2,6% en enero de 2010 respecto al mes anterior, siendo ésta una cifra muy superior a la esperada. El incremento de los pedidos industriales en febrero, del 0,7% intermensual, permite prever que esta tendencia se mantenga. Como consecuencia, la confianza industrial volvió a mejorar, situándose a niveles similares a los de 2008.

Por el lado de la demanda, el deterioro del mercado laboral, con una tasa de paro del 8,2% en el cuarto trimestre, volvió a provocar una caída de la confianza de los consumidores. Ante la incertidumbre que planea sobre los ingresos de los hogares, y dada la necesidad de reducción del gasto público por parte del gobierno, es posible que la demanda interior siga cayendo durante la primera mitad del año. Esta caída se verá parcialmente suplida por la demanda externa, ya que los principales socios comerciales italianos, en especial de la zona del euro, empiezan a salir de la recesión. Ello permite prever que el sector exterior se va a convertir en el eje de crecimiento de la economía italiana en 2010.

Ante la debilidad del consumo privado, el gobierno italiano propondrá un nuevo plan de estímulo de la demanda, que se

La producción industrial crece un 2,6% intermensual en enero.

La elevada deuda no permite un mayor plan de estímulo del consumo.

ITALIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2008	2009	2009				2010	
			I	II	III	IV	Enero	Febrero
PIB	-1,3	-5,1	-6,2	-6,1	-4,8	-3,0	-	...
Ventas al por menor	-0,3	-1,6	-3,1	-1,2	-2,3	0,0	...	...
Producción industrial	-3,4	-17,5	-21,4	-23,0	-15,7	-8,9	-0,2	...
Tasa de paro (*)	6,7	...	7,3	7,6	7,9	8,2	-	-
Precios de consumo	3,3	0,8	1,5	0,8	0,1	0,7	1,3	1,2
Balanza comercial (**)	-10,0	-9,1	-12,8	-11,2	-7,4	-4,9	-3,9	...

NOTAS: (*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

espera que ascienda a unos 300 millones de euros. Esta cifra es pequeña debido al poco margen de maniobra presupuestario de la economía transalpina que figura, tras Estados Unidos y Japón, como la tercera mayor deuda del mundo.

Las elecciones se ciernen sobre la frágil economía británica

La falta de un soporte claro por parte de los componentes más importantes del PIB genera dudas sobre la solidez de la recuperación del Reino Unido. En el cuarto trimestre de 2009, el consumo encadenó el segundo crecimiento intertrimestral (0,4%) consecutivo después de francos descensos durante más de un año. Esta tónica de estabilización, no obstante, se ve amenazada por la retirada de programas importantes de estímulo fiscal, como el incremento del impuesto sobre el valor añadido (IVA) en enero y el fin de las ayudas al sector del automóvil en abril. Después de un enero afectado por las fuertes nevadas, las perspectivas laborales mejoraron gracias a una notable reducción del paro registrado en febrero.

La inversión de las empresas –inmersas en un proceso de desapalancamiento– de-

creció un 3,1% intertrimestral en el cuarto trimestre, lo que supone una caída del 14,6% para el conjunto de 2009 y un pesado lastre para el nivel de actividad económica. Sin las contribuciones coyunturales del gasto público y del ajuste de existencias, la economía británica aún se encontraría en recesión.

En este contexto de dificultades, se van a celebrar elecciones generales. El partido laborista, actualmente en el gobierno, parece reacio a disminuir abruptamente el gasto público para no deteriorar aún más la recuperación. El principal partido de la oposición, el conservador, ha mostrado una mayor predisposición a tomar medidas correctoras del déficit público (un 12,6% del PIB previsto para el año fiscal 2009-2010) y evitar así menoscabar la calidad de la deuda soberana del país. Las últimas encuestas pronostican una victoria conservadora, pero por un margen tan escaso de representantes que no les bastaría para obtener la mayoría absoluta. Las mayorías simples no suelen ser habituales en el parlamento británico e históricamente acarrear inestabilidades políticas.

El mercado de divisas parece haber des-

No se puede descartar una recaída de la economía británica.

El déficit público y la recuperación, temas destacados del debate electoral.

REINO UNIDO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2008	2009	2009				2010	
			I	II	III	IV	Enero	Febrero
PIB	0,5	-5,0	-5,4	-5,9	-5,3	-3,3	-	...
Ventas al por menor	2,2	1,4	-0,4	0,4	2,5	3,1	-0,8	3,4
Producción industrial	-3,1	-10,2	-12,4	-11,7	-10,7	-5,9	-1,6	...
Tasa de paro (1)	2,8	4,7	4,2	4,7	4,9	5,0	5,0	4,9
Precios de consumo	3,6	2,2	3,0	2,1	1,5	2,1	3,5	3,0
Balanza comercial (2)	-93,7	-86,7	-91,9	-88,7	-84,0	-82,2	-82,3	...
Tipo de interés Líbor 3 meses (3)	5,5	1,2	2,1	1,4	0,8	0,6	0,6	0,6
Tipo de cambio efectivo nominal de la libra (4)	97,6	73,9	73,9	77,0	83,7	79,0	80,4	80,5

NOTAS: (1) Porcentaje sobre población activa.

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

(3) Promedio del periodo.

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

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

La libra cae arrastrada por las incertidumbres postelectorales.

ya que la libra esterlina ha vuelto a depreciarse ostensiblemente en estas últimas semanas. Tomando como referencia enero de 2007, la divisa británica se ha depreciado un 25% respecto a una cesta de divisas significativas. Esta debilidad de la libra ha supuesto un impulso a la demanda exterior, pero también un aumento de las presiones inflacionistas.

La inflación fue de un 3,0% en febrero, tasa aún afectada por el incremento del IVA a principios de año. A pesar de situarse por encima del objetivo establecido por el gobierno, el Banco de Inglaterra considera que es un riesgo relativamente controlado y que existen factores coyunturales que frenarán esta aceleración del nivel de precios, como la baja utilización de la capacidad instalada y las restricciones crediticias. Sin embargo, el Banco también destaca que las expectativas de inflación podrían haber cambiado después de este notable repunte, lo que, junto a la ya comentada depreciación de la libra, reduce el margen para inyectar nuevas dosis de liquidez.

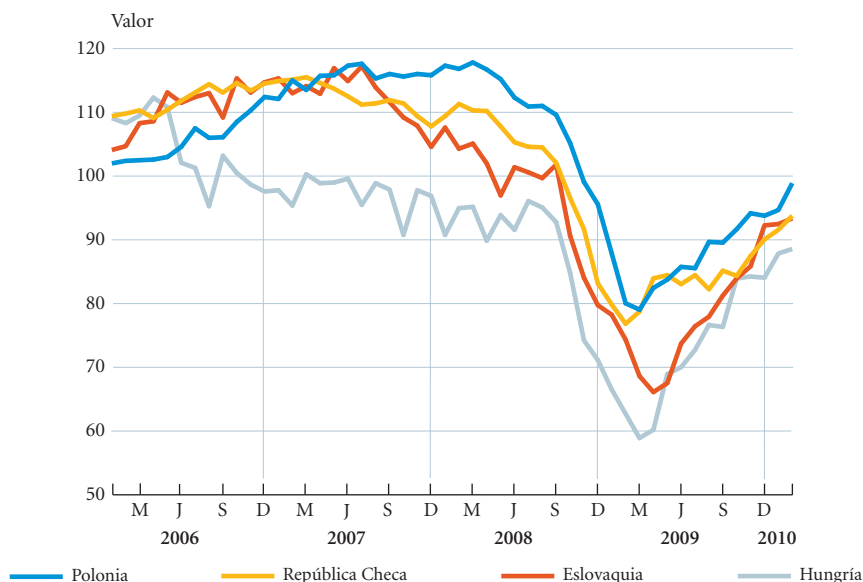
En Europa emergente, 2010 debería ser un año de recuperación...

Europa emergente: ¿una recuperación bajo sospecha?

La visión predominante de la coyuntura económica de Europa emergente y sus perspectivas inmediatas se puede resumir de la siguiente manera: tras una profunda recesión en 2009, de la que únicamente se salvó Polonia, en el presente ejercicio los países registrarán una recuperación apreciable. No obstante, los notablemente divergentes puntos de partida implicarán que el crecimiento en 2010 será igualmente dispar, con cuatro países registrando crecimiento (Polonia, Eslovaquia, República Checa y Rumania) y otros países todavía con el PIB en retroceso (Hungría, Estonia, Lituania y Letonia). En 2011, estas diferencias de crecimiento se cerrarán, situándose todos ellos en ritmos de avance del PIB claramente superiores al 2%. Este escenario, que como comentábamos domina entre los analistas, también lo compartimos. Y los datos, como se observa en el gráfico siguiente, parecen avalarlo. ¿Podemos, no obstante, estar todos equivocados?

LA RECUPERACIÓN AVANZA EN EUROPA EMERGENTE

Índice de sentimiento económico



FUENTE: Comisión Europea.

Cuestionarse la visión compartida tiene sentido si consideramos que dos interrogantes importantes se han cernido sobre las economías europeas en los últimos tiempos. El primero se refiere a la posibilidad de que la recuperación en la eurozona sea de una intensidad sensiblemente inferior a lo esperado meses atrás. Los datos de actividad más recientes en las principales economías de la Unión han decepcionado, alimentando la idea de que tras un cuarto trimestre peor de lo previsto, el primer trimestre de 2010 tampoco será excesivamente dinámico.

Como reflejo de este tono más sombrío, en su avance de previsiones de primavera, la Comisión Europea preveía un crecimiento del 0,7% para la eurozona en 2010. Apenas un par de meses antes, en diciembre, el conjunto de analistas manejaba un crecimiento previsto del 1,3% para ese mismo año. Se trata, por tanto, de una corrección notable en un lapso de tiempo reducido. En la misma línea, la depreciación del euro en el tramo inicial de

2010 ha sido interpretada como reflejo de este empeoramiento de perspectivas. Parece incuestionable que Europa emergente, con sus profundos lazos comerciales y financieros con las grandes economías de la eurozona, no podría escapar a un escenario de recuperación truncada en la Unión Europea.

Un segundo riesgo que ha tomado carta de naturaleza en los últimos meses es la cuestión de la sostenibilidad de las finanzas públicas en la Unión Europea. El crecimiento del déficit público y del recurso a la deuda pública en diversos países comunitarios ha suscitado preocupación sobre su impacto sobre la eurozona en su conjunto y, en casos puntuales como el de Grecia, incluso sobre la capacidad de hacer frente a sus obligaciones en los años venideros. Aunque el compromiso político de evitar el impago de la deuda por parte de Grecia ha rebajado las tensiones, lo cierto es que persiste la convicción de que reconducir los abultados déficits públicos puede afectar al sostenimiento de

...pero preocupa el empeoramiento de perspectivas de la eurozona...

...y que la necesidad de consolidación fiscal afecte a una reactivación todavía frágil.

Con todo, sólo si la recuperación europea flaquease abiertamente afectaría a la Europa emergente.

la actividad en un momento de todavía frágil reactivación económica.

Este debate no se ha ceñido al flanco mediterráneo de la eurozona, ya que en ciertos países de Europa emergente el debilitamiento de la posición fiscal también ha suscitado preocupación. El caso más claro es el de Polonia. Ésta, a pesar de haber transitado con relativa holgura por la etapa aguda de la crisis, ha visto afectados sus ingresos fiscales, al tiempo que el gobierno, tratando de paliar algunos de los efectos negativos de la crisis, ha acelerado el gasto público. Ello ha alertado sobre la necesidad de incurrir en una consolidación fiscal que podría afectar a las perspectivas de crecimiento de los próximos años.

Y bien, ¿se trata de riesgos que condicionan el escenario que presentábamos anteriormente? En nuestra opinión, y sin menoscabar su importancia puntual, creemos que existen matices significativos que limitan su impacto en la senda de recuperación esperada para Europa emergente. Por lo que se refiere al empeoramiento de previsiones de la eurozona, por el momento el alcance de las mismas no parece ser suficiente para descarrilar la mejora de la actividad en Europa emergente.

Además, el tiempo es un factor que juega a favor de la región ya que, a medida que avanza el año, el peso del sector exterior en la recuperación basculará progresivamente hacia una mayor contribución de la demanda interna, lo que proporcionará cierto margen de maniobra a la economía. No se trata de una mera especulación plausible, ya que este relevo progresivo del impulso exterior por contribución interna se está empezando a materializar en Polonia, una economía que transita más avanzada en el ciclo que el resto de países de Europa central.

Incluso Polonia, el país con una posición presupuestaria más exigente, no deberá realizar un ajuste fiscal severo en 2010.

La cuestión sobre la necesidad de ajustar los desequilibrios públicos debe ser objeto de ciertas puntualizaciones. De entrada, las cifras de déficit público no son alarmantes ni en el caso de Polonia. Así, de cumplirse con lo previsto, sólo Lituania y Letonia superarán apreciablemente el promedio de la eurozona en 2010. Por su parte, Polonia, Rumania y Eslovaquia se situarán en cifras de déficit del orden del 7% del PIB, similares a las del conjunto de la zona del euro. El volumen de deuda pública tampoco destaca en términos relativos. En 2009, año en el cual el promedio de la eurozona fue del 80% del PIB, únicamente Hungría se situó en esos niveles, estando las restantes economías por debajo del 60% del PIB.

Dada la magnitud relativamente contenida de la deuda, las necesidades de emisión son también moderadas. Aquí cabe citar el ejemplo de Polonia, uno de los países con mayores exigencias. Así, en 2010, dicho país deberá afrontar un vencimiento de deuda equivalente a un 8% del PIB y la financiación de un déficit público del 7%. Pues bien, incluso en esta tesitura, los ingresos previstos de privatizaciones, del orden del 2% del PIB, proporcionarán un cojín financiero apreciable que exigirá emisiones brutas equivalentes al 13% del PIB, elevadas pero no inasumibles. Todo ello explica por qué el gobierno polaco, en línea con otros de la región, prevé que una parte importante de la reconducción de sus déficits públicos derive de la mejora cíclica de ingresos, sin tener que forzar un excesivo recorte de los gastos. Si además consideramos que otros gobiernos, como Rumania y Hungría, sí que han realizado una considerable reconducción de sus gastos públicos ya en 2009, parece que las finanzas públicas no afectarán negativamente a la senda de recuperación esperada en Europa emergente.

MERCADOS FINANCIEROS

Mercados monetarios y de capital

El BCE avanza con tranquilidad y la Fed pone el contador en funcionamiento

«Lo que estamos haciendo es acompañar la vuelta a una situación de normalidad en los mercados, y esto no modifica la posición del Banco Central Europeo en política monetaria.» Estas palabras de Jean-Claude Trichet, Presidente del BCE, resumen perfectamente el camino y el ritmo que está recorriendo la institución en su estrategia para retirar las medidas extraordinarias que introdujo con motivo de la crisis de 2008-2009.

En materia de política monetaria convencional el BCE mantuvo el tipo de interés oficial en el 1,0%. Considera que la recuperación económica será lenta, accidentada y heterogénea por países. En materia de inflación no observan presiones alcistas y ven las expectativas ancladas en torno al 2%. Cuestionado acerca de la difícil situación fiscal que atraviesan algunos países de la UEM, Trichet declaró que estos problemas no modifican en absoluto la postura monetaria del BCE.

En el apartado de política monetaria no convencional, los detalles anunciados por el BCE no sorprendieron. En primer lugar, confirmó que el 31 de marzo se realizaba la última subasta a seis meses, avanzando un paso más en la retirada pasiva de los estímulos. La operación se realizó con adjudicación total y el tipo de interés se indexó al promedio del tipo mínimo ofertado en las subastas semanales (MRO). En segundo lugar, comunicó que a partir del 28 de abril las subastas a tres meses

vuelven a ser a tipo variable y, a pesar de que ya no habrá cobertura total, la cuantía de las operaciones se fijará de forma que no se genere ninguna tensión significativa entre el tipo ofertado y el que prevalece en las MRO. Finalmente, se informó que las MRO seguirán siendo a tipo de interés fijo y con adjudicación total, al menos hasta el 12 de octubre de 2010.

Por otra parte, Jean-Claude Trichet anunció el mantenimiento de la política de activos elegibles como colateral para las operaciones de crédito. Actualmente requiere una calificación crediticia mínima de BBB-. Esta medida permite el acceso al crédito de las instituciones financieras helenas, evitando un incremento adicional en las primas de riesgo y las rentabilidades requeridas al gobierno de Grecia.

Al otro lado del Atlántico, la Reserva Federal (Fed) de Estados Unidos decidió mantener el tipo de interés oficial en el 0,25%. El banco central volvió a reiterar que la debilidad económica, la baja inflación y la contención de las expectativas de inflación garantizan que los tipos de interés excepcionalmente bajos se mantendrán por un período prolongado.

Si bien la decisión tomada se apoya en el bajo crecimiento, la visión macro de la Fed es ligeramente más positiva que en meses precedentes. Así, aunque indican que el consumo se encuentra restringido por el elevado desempleo, también señalan que el mercado de trabajo se está estabilizando. En enero, la Fed asoció la debilidad del consumo a la destrucción de empleo y no al nivel de desempleo. Este

Los problemas fiscales de algunos países de la UEM no alterarán la política monetaria del BCE.

El BCE avanza en la retirada de los estímulos monetarios, y confirma la política de activos elegibles como colateral.

La Fed mejora su visión de la economía a la vez que ajusta detalles en las herramientas que usará en su estrategia de salida.

TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO EN LOS MERCADOS NACIONALES

En porcentaje anual

	Zona del euro			Estados Unidos		Japón	Reino Unido		Suiza
	Subastas BCE (2)	Euríbor (5)		Nivel objetivo de Reserva Federal (3)	Tres meses (5)	Tres meses (5)	Tipo de intervención Banco de Inglaterra (4)	Tres meses (5)	Tres meses (5)
		Tres meses	Un año						
2009									
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	0,70	1,25	0,25	0,25	0,28	0,50	0,61	0,35
2010									
Enero	1,00	0,67	1,23	0,25	0,25	0,26	0,50	0,62	0,34
Febrero	1,00	0,66	1,22	0,25	0,25	0,25	0,50	0,64	0,36
Marzo (1)	1,00	0,64	1,21	0,25	0,28	0,24	0,50	0,65	0,30

NOTAS: (1) Día 22.

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

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

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

(5) Tipo de interés interbancario.

FUENTES: Bancos centrales nacionales, Bloomberg y elaboración propia.

Japón incrementa los estímulos monetarios y China se mantiene a la espera.

cambio es importante porque representantes del banco central señalaron que una precondition para plantearse una subida de tipos es la creación sólida de empleo.

La política monetaria no convencional acaparaba nuevamente la atención de los mercados financieros. A este respecto, la Fed indicó que el programa de compra de activos finalizaba en marzo. La decisión de no extender el programa se puede interpretar como un avance pasivo ya que, como los activos que vencen no se sustituyen, el tamaño del balance del banco emisor tiende a reducirse.

Con anterioridad a la reunión de política monetaria, Brian Sack, Vicepresidente de

la Fed de Nueva York, avanzó detalles sobre las herramientas que disponen para drenar una porción significativa de las reservas excedentes. Por un lado, confirmó que la capacidad de pagar intereses sobre las reservas es el principal instrumento que poseen. Además, se refirió a los acuerdos de recompra inversos (*reverse repos*) y los depósitos a plazo. Sobre los primeros, señaló que sólo resta ajustar pequeños detalles de la operativa. Sobre los depósitos, indicó que en la primavera de 2010 se realizarán operaciones de poca cuantía para ajustar su funcionamiento.

La región asiática se encuentra en una fase diferente del ciclo monetario. Por un lado, Japón está en un punto más retrasado respecto a Estados Unidos y Europa. En con-

secuencia, el 17 de marzo, el Banco de Japón decidió mantener el tipo de interés oficial en el 0,1% y no incrementar el programa de compra de bonos –creado en diciembre de 2009– más allá de los actuales 1,8 billones de yenes por mes. Además, teniendo en cuenta que en marzo vencían las operaciones especiales, quiso minimizar cualquier problema de oferta y duplicó la cuantía de las operaciones para proveer liquidez hasta los 20 billones de yenes. Por otro lado, China, que se encuentra en una fase más avanzada no ha realizado ningún otro movimiento posterior al incremento de 50 puntos básicos de la ratio requerida de reservas a los bancos comerciales, acordada el 12 de febrero.

Al igual que en los últimos meses, los mercados interbancarios en los principales países no han experimentado variaciones significativas. Los tipos de interés a diferentes plazos siguen anclados en los niveles del mes anterior debido a la actuación de los bancos centrales que mantienen la elevada liquidez para apoyar la recuperación económica mundial.

La deuda pública espera nuevas noticias económicas

El déficit fiscal de los Estados Unidos ha alcanzado el 10,2% sobre el PIB a finales del año pasado. En diciembre, el saldo vivo de la deuda total de la administración central ascendía a 7,8 billones de dólares, un incremento del 23% con respecto al año anterior. Las estimaciones oficiales de la Oficina de Presupuestos del Congreso dibujan una lenta senda de reducción de este abultado déficit, que se inicia en 2011 y que consolida un déficit fiscal alrededor del 4% sobre el PIB hasta el año 2020.

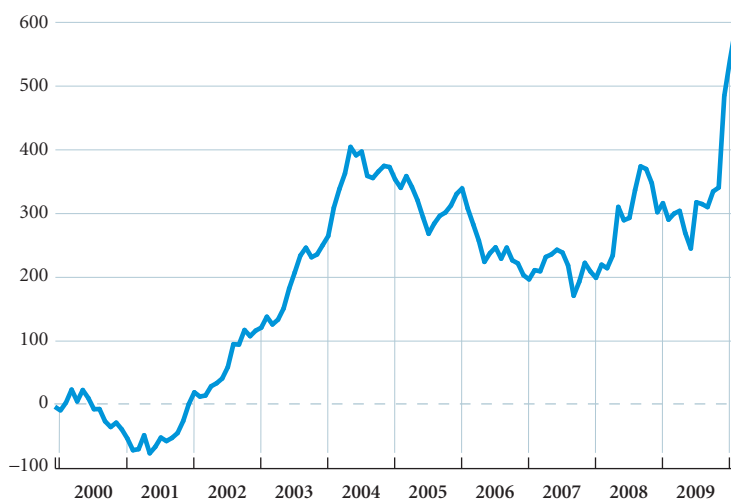
Esta perspectiva ha provocado las declaraciones de las agencias de *rating* internacionales sobre la calificación AAA de Estados Unidos, que estaría bajo presión. Pero la notable diversificación económica de la primera potencia económica mundial y su destacada capacidad para restablecer su balance después de un *shock* hacen que Estados Unidos siga gozando de la confianza de los inversores. Esto queda patente con el aumento de compras de bonos por

Estabilidad en los mercados interbancarios que apenas muestran movimientos significativos.

A pesar del alto endeudamiento de los Estados Unidos, los inversores internacionales siguen comprando su deuda pública.

COMPRAS NETAS DE TREASURIES POR PARTE DE INVERSORES EXTRANJEROS

Acumulado de los últimos 12 meses en miles de millones de dólares



FUENTE: Tesoro de los Estados Unidos.

Menor crecimiento y baja inflación en la eurozona estabilizan las rentabilidades de la deuda pública alemana y francesa.

parte de inversores extranjeros que en los últimos doce meses han invertido unos 590.000 millones de dólares en este activo.

En la eurozona hay que destacar la estabilidad de las rentabilidades de los bonos alemanes y franceses. Dos son los motivos que justifican esta ausencia de volatilidad. Por un lado, los últimos datos económicos parecen confirmar la debilidad de la recuperación económica en la eurozona. Ésta será suave en intensidad y lenta en el tiempo. Además, las expectativas sobre inflación están firmemente ancladas.

El segundo gran foco de atención es el de los países periféricos de la región. Portugal ha presentado un plan de austeridad fiscal con el que pretende reducir el déficit público al 2,8% del PIB en 2013. La Comisión Europea ha anunciado que el plan de consolidación fiscal español es viable en 2010. Y Grecia ha recibido un fuerte apoyo con la decisión de la agencia

de *rating* S&P de eliminar la revisión negativa a la que estaba expuesta la calificación crediticia del país heleno. Los elementos reseñados han contribuido a la corrección de los diferenciales soberanos.

Pero si bien ha descendido el nivel de incertidumbre, todavía no se han despejado todas las dudas sobre la situación griega. En primer lugar se ha inaugurado un debate sobre la conveniencia de crear un Fondo Monetario Europeo para implementar rescates financieros en la eurozona. En segundo lugar, aunque el consejo de ministros de finanzas europeo ha comunicado la existencia de un plan de apoyo financiero no han trascendido detalles del mismo. Además, mientras varios países europeos han descartado la intervención del Fondo Monetario Internacional, desde Alemania se abre la posibilidad a esa alternativa.

De cara al medio y largo plazo, las tendencias de las rentabilidades de la deuda

Los países periféricos en la eurozona mejoran sus diferenciales pero todavía no se ha despejado toda la incertidumbre sobre Grecia.

TIPOS DE INTERÉS A LARGO PLAZO EN LOS MERCADOS NACIONALES

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

	Alemania	Francia	España	Italia	Estados Unidos	Japón	Reino Unido	Suiza
2009								
Marzo	3,00	3,55	4,05	4,39	2,66	1,35	3,17	2,10
Abril	3,18	3,59	3,92	4,28	3,12	1,43	3,50	2,14
Mayo	3,59	3,95	4,29	4,48	3,46	1,49	3,75	2,41
Junio	3,39	3,73	4,13	4,43	3,53	1,36	3,69	2,32
Julio	3,30	3,57	3,85	4,16	3,48	1,42	3,80	1,97
Agosto	3,26	3,54	3,78	4,08	3,40	1,31	3,56	2,03
Septiembre	3,22	3,54	3,81	4,02	3,31	1,30	3,59	1,99
Octubre	3,23	3,53	3,79	4,07	3,38	1,42	3,62	2,02
Noviembre	3,16	3,42	3,75	4,02	3,20	1,27	3,52	1,84
Diciembre	3,39	3,59	3,98	4,14	3,84	1,30	4,02	1,90
2010								
Enero	3,20	3,46	4,12	4,12	3,58	1,33	3,91	2,00
Febrero	3,10	3,40	4,00	4,10	3,61	1,31	4,03	1,90
Marzo (*)	3,11	3,41	3,87	3,94	3,64	1,38	3,99	1,91

NOTA: (*) Día 18.

FUENTE: Bloomberg.

pública de Estados Unidos y de la eurozona se perfilan al alza. La consolidación de la recuperación económica a ambos lados del Atlántico y la normalización de la política monetaria son factores que impulsarán las rentabilidades a niveles superiores de los actuales. Además, varios elementos, como por ejemplo la evolución de la situación fiscal en Grecia y las actuaciones para la retirada de la liquidez por parte de los bancos centrales, provocarán movimientos erráticos en las *yields* de la deuda pública.

El dólar se toma un descanso en su senda de apreciación

La cotización del euro contra el dólar marcó un máximo de 1,51 en noviembre del año pasado. Desde entonces el dólar inició una rápida senda de apreciación que llevó el cruce hasta el 1,35 a finales

de febrero. Tras esta revalorización de aproximadamente un 10%, dos elementos han provocado un freno en la revalorización del dólar. Por un lado, tras un movimiento tan intenso, la simple toma de beneficios por parte de inversores produce estas pausas en las sendas de los precios de los activos. Pero además, la mejoría de las perspectivas sobre la consolidación fiscal de los países periféricos en la eurozona ha disminuido la percepción de riesgo de los activos emitidos en euros.

En otro ámbito, el pesimismo se ha dejado sentir sobre la libra esterlina que vuelve a depreciarse contra el resto de las divisas. El elevado déficit fiscal, la incertidumbre política y las expectativas de un bajo crecimiento económico y una inflación más alta que en Europa o Estados Unidos, junto a la necesidad de inyectar más liquidez en la economía por parte

La tendencia de las rentabilidades de la deuda pública será ligeramente alcista a lo largo de este año.

El dólar se toma un corto respiro en su tendencia de apreciación.

TIPOS DE CAMBIO DE LAS PRINCIPALES MONEDAS

18-03-2010

	Tipo de cambio	% variación (*)		
		Mensual	s/diciembre 2009	Anual
Frente al dólar de EEUU				
Yen japonés	90,1	-1,9	-3,2	-6,8
Libra esterlina	0,653	1,4	5,3	-7,2
Franco suizo	1,057	-2,5	2,1	-7,9
Dólar canadiense	1,010	-3,6	-4,2	-23,4
Peso mexicano	12,455	-3,4	-5,1	-11,9
Frente al euro				
Dólar de EEUU	1,369	1,2	-4,6	1,6
Yen japonés	123,4	-0,7	-8,0	-5,1
Franco suizo	1,447	-1,3	-2,5	-6,3
Libra esterlina	0,894	2,6	0,8	-5,6
Corona sueca	9,714	-0,8	-5,6	-12,0
Corona danesa	7,441	0,0	0,0	-0,1
Zloty polaco	3,870	-3,5	-5,9	-16,2
Corona checa	25,36	-1,6	-4,3	-5,6
Forint húngaro	261,6	-3,9	-3,4	-13,9

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

FUENTE: Bloomberg.

El déficit fiscal, el bajo crecimiento, la inflación y la incertidumbre política en el Reino Unido deprecian la libra esterlina.

China estudia el impacto de una potencial revalorización de su divisa.

La renta fija privada supera con buena nota las incertidumbres financieras.

Los inversores particulares aprovechan la oportunidad para aumentar su cartera de bonos de renta fija privada.

Los emisores de bonos de alto riesgo aumentan su actividad en el mercado.

del Banco de Inglaterra no son las bases más sólidas para estabilizar la divisa del Reino Unido.

Otro foco de tensión es la situación de la divisa china. El primer ministro chino Wen Jiabao ha afirmado que el renminbi no está infravalorado. Tras las reiteradas peticiones de Estados Unidos para que las autoridades chinas revaloricen su divisa, el mercado espera la publicación en abril del informe del Departamento del Tesoro en el que debe decidir si etiqueta a China como país manipulador de la moneda. Pero por otra parte, se ha conocido que varios ministerios chinos han realizado estudios de *stress test* acerca del efecto económico sobre el país de una apreciación del renminbi. Esto indicaría que las autoridades chinas, a pesar de las declaraciones oficiales, están estudiando esta posibilidad.

La renta fija privada retoma la tendencia positiva de meses anteriores

La turbulencias generadas por la crisis en la deuda soberana han ofrecido una oportunidad para corroborar la existencia de una tendencia de fondo positiva en los mercados de renta fija privada, que se fundamenta en la maduración de la recuperación económica y en la reorientación de las carteras financieras de los particulares.

Un dato que confirma este argumento es la rápida recuperación de los precios de los bonos de pequeñas y medianas compañías o *High Yield*. En efecto, la simple contención de los riesgos soberanos de las últimas semanas ha permitido un rápido restablecimiento del dinamismo en este segmento del mercado, tanto en las cotizaciones como en las nuevas emisiones.

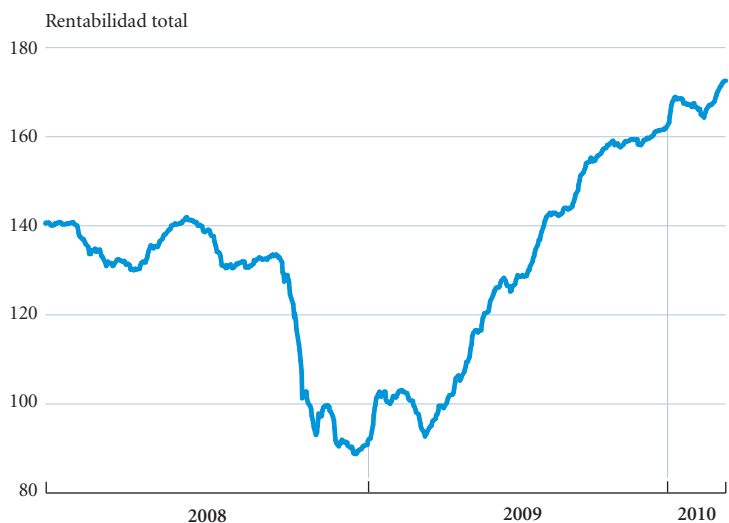
Paralelamente, esos riesgos que todavía planean sobre la deuda soberana siguen repercutiendo sobre otros segmentos del mercado de bonos corporativos más estrechamente vinculados con aquella. En particular, se mantiene un tono de inestabilidad en los bonos del sector financiero, explicable por la elevada interdependencia entre los gobiernos y los bancos. Así mismo, están sufriendo los *spreads* crediticios de grandes compañías con alto nivel de endeudamiento. En conjunto, la recuperación en precios y en volumen de estos sectores está siendo más lenta.

Otro factor de inestabilidad para la renta fija privada proviene del cambio de orientación de la política monetaria de los bancos centrales. Sin embargo, esta variable está afectando al mercado de forma limitada. Un buen ejemplo de esta circunstancia se ha observado en Estados Unidos con la satisfactoria evolución de los precios de los bonos con garantía hipotecaria, después de que la Reserva Federal hubiera finalizado el programa de compras de estos activos.

Los inversores han aprovechado los momentos de abaratamiento de los bonos corporativos para comprar papel a buen precio. Aunque las oportunidades han sido escasas, porque el volumen de transacciones se redujo en el periodo de tensiones al optar las empresas por aplazar las emisiones. En cualquier caso, parece que los inversores, sobre todo los particulares, mantienen el deseo de diversificar sus carteras desde fondos de activos sin riesgo hacia otros con mayores expectativas de rentabilidad. De hecho, es muy probable que la tendencia de los flujos de ahorro siga siendo positiva hacia la renta fija corporativa y en especial para los bonos de *High Yield*, porque estos instrumentos ofrecen un binomio de rentabilidad-riesgo más atractivo que otros activos financieros.

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

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



FUENTE: EcoWin.

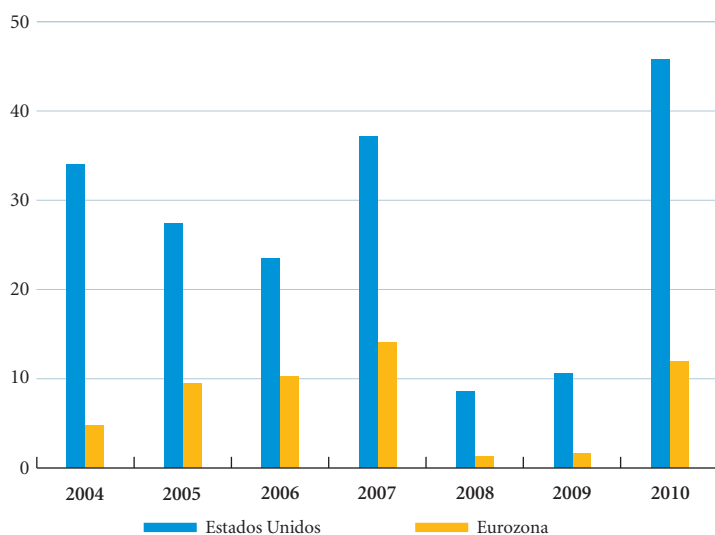
Adicionalmente, las empresas emisoras de bonos están en una fase de consolidación de la estructura de sus balances. En países como Estados Unidos, las empresas, sobre todo las grandes corporaciones, han alargado la duración media

de su deuda con la emisión de bonos a largo plazo, a la vez que han retenido mucha liquidez, alcanzando la ratio de caja sobre endeudamiento un máximo histórico. Además, el mercado de renta fija privada se está consolidando como un

Mejoran sustancialmente las expectativas de evolución de la morosidad.

EMISIONES DE BONOS DE ALTO RIESGO (DESDE INICIO DE AÑO)

Miles de millones de dólares



FUENTE: Bloomberg.

Los índices bursátiles se recuperan lentamente, aunque la atención sigue puesta en el riesgo soberano griego.

A pesar de los riesgos en el corto plazo, existen razones que apoyan un escenario favorable en el medio plazo.

vehículo de financiación de un número cada vez mayor de pequeñas y medianas empresas.

Las expectativas positivas del mercado de renta fija privada se ven afianzadas también por las revisiones muy favorables de las agencias de calificación crediticia. Así, en su informe sobre bonos de alto riesgo, Moody's ha reducido las previsiones de morosidad en Estados Unidos desde el 14,5% en noviembre de 2009 hasta un 3,3% para finales de 2010.

Lenta recuperación de las bolsas, aunque con las miradas puestas en Grecia

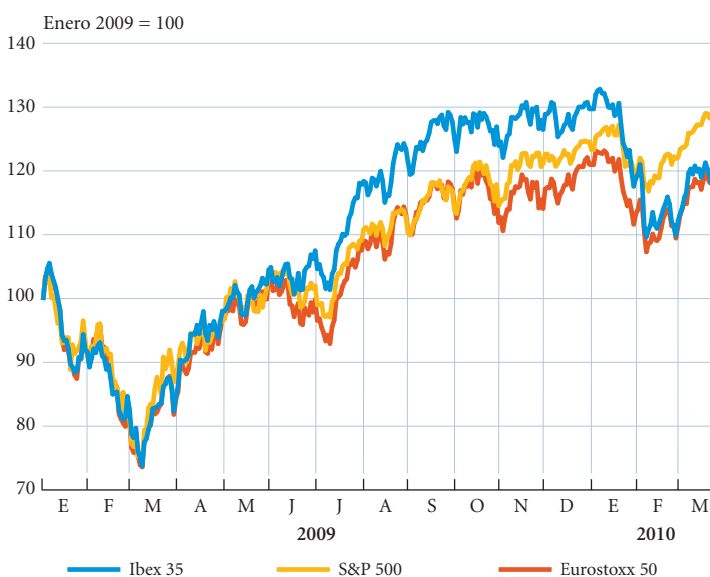
Durante el mes de marzo, los mercados de renta variable lograron recuperar parte de las ganancias perdidas como consecuencia de la crisis de la deuda soberana en los países periféricos de la eurozona. Aunque las alzas no han sido de la misma cuantía. Así, por ejemplo, mientras el

S&P 500 superaba los niveles de enero y alcanzaba cotas no vistas desde septiembre de 2008, el Eurostoxx50 presentaba un comportamiento menos agresivo. Por su parte, en las economías emergentes los mercados vieron frenados sus ascensos ante el tensionamiento de las políticas monetarias en países como China e India. En el caso del índice selectivo español, Ibex 35, siguió recogiendo los temores derivados de la situación fiscal y su impacto sobre los beneficios de las empresas cotizadas.

A pesar de que la inestabilidad generada por el caso griego parece estar en una fase de mayor control, en el corto plazo es prudente contemplar que los riesgos aún no se han disipado, pudiendo provocar nuevas correcciones en las bolsas. Pero en el medio plazo, la evolución de ciertos aspectos, como los flujos de capital, el escenario macroeconómico y el comportamiento de los márgenes empresariales, entre otros, apoyan un entorno positivo para los mercados de renta variable.

LAS BOLSAS SE RECUPERAN LIGERAMENTE ANTE EL AUMENTO DEL CONTROL DEL RIESGO SOBERANO GRIEGO

Índices de bolsas



FUENTE: Bloomberg.

Así por ejemplo, la progresiva mejora de los datos económicos globales está reduciendo el diferencial que había con respecto a las encuestas de expectativas de actividad realizadas a empresarios e inversores. Esta tendencia se traduce en una paulatina restauración de la confianza de los agentes económicos. Además, siguen las fuertes entradas de flujos en fondos de inversión que invierten en renta variable, tanto de economías desarrolladas como de emergentes.

Por otra parte, cabe destacar la aceleración de la actividad en operaciones de fusiones y adquisiciones empresariales a nivel global. Hasta la fecha, el efectivo total correspondiente a marzo alcanzaba los 200.000 millones de dólares, frente a la media de 140.000 millones de dólares de enero y febrero.

Otro de los aspectos fundamentales que apoyan la tendencia alcista de las bolsas en el medio plazo es la evolución de los beneficios empresariales. De una parte, el consenso de analistas mantiene al alza las estimaciones empresariales, basándose en el progresivo cambio del modelo de crecimiento impulsado por la mejora de las ventas y no por la reducción de los costes, como en los trimestres anteriores. Por otro lado, en Estados Unidos la campaña de resultados empresariales del S&P 500 del cuarto trimestre cumplió con creces las expectativas de recuperación. En Europa la novedad ha estado en que, por primera vez desde que comenzara la crisis, las compañías del índice Stoxx Europe 600 registraron un incremento de las ventas, cercano al 1% interanual.

Los flujos de capital de los fondos de inversión aumentan su preferencia por los activos de riesgo.

Los márgenes empresariales siguen dando signos de recuperación en Estados Unidos y Europa.

ÍNDICES DE LAS PRINCIPALES BOLSAS MUNDIALES

24-03-2010

	Índice (*)	% variación mensual	% variación acumulada	% variación anual
Nueva York				
<i>Dow Jones</i>	10.742,0	3,5	3,0	47,6
<i>Standard & Poor's</i>	1.159,9	4,7	4,0	50,9
<i>Nasdaq</i>	2.374,4	5,9	4,6	62,9
Tokio	10.824,7	4,1	2,6	36,2
Londres	5.623,6	5,1	3,9	46,3
Zona del euro	2.882,2	3,7	-2,8	40,5
<i>Francfort</i>	5.960,3	4,8	0,0	46,5
<i>París</i>	3.905,7	4,0	-0,8	39,9
<i>Amsterdam</i>	336,8	3,6	0,4	58,3
<i>Milán</i>	22.625,0	4,2	-2,7	51,4
<i>Madrid</i>	10.880,1	2,9	-8,9	41,1
Zurich	6.853,1	2,5	4,7	43,2
Hong Kong	20.933,3	2,7	-4,3	63,1
Buenos Aires	2.381,1	1,5	2,6	122,6
São Paulo	68.829,0	2,4	0,4	71,7

NOTA: (*) Nueva York: Dow Jones Industrial, 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.

BRIC: mercados de capitales y crecimiento económico

Los mercados de capitales (en concreto, de bonos corporativos y acciones) desempeñan un papel importante tanto en el desarrollo económico a largo plazo como en las fluctuaciones cíclicas y en la estabilidad financiera de los países. Los emergentes, y en particular el cuarteto bautizado con el término BRIC (Brasil, Rusia, India y China), se enfrentan actualmente al desafío de moldear sus sistemas financieros para conseguir lo mejor en ambos frentes. Las experiencias de los países desarrollados, incluyendo las negativas como la crisis de 2008-2009, pueden servirles de ayuda.

En materia de desarrollo económico, existe un amplio consenso acerca de que una estructura y un funcionamiento adecuados de los mercados de bonos y de acciones facilitan a las empresas el acceso a la financiación, fomentando la inversión y el crecimiento de la actividad y, por tanto, mejorando el bienestar de los individuos a medio y a largo plazo. En relación con la estabilidad financiera, un estudio reciente del Banco Internacional de Pagos⁽¹⁾ destaca que el fomento de los mercados domésticos de bonos denominados en moneda local fortalece la estabilidad de los sistemas financieros de los países emergentes. El efecto tiene lugar a través de la disminución del riesgo de tipo de cambio y de la reducción del desajuste que suele producirse entre el vencimiento de los pasivos en moneda extranjera (corto plazo) y los activos denominados en moneda local (largo plazo).

Al aceptar las bondades de disponer de unos mercados de capitales desarrollados, surgen inmediatamente dos cuestiones importantes. La primera se refiere a la configuración de la base legal y de la estructura formal. Diversos estudios⁽²⁾ argumentan que el entorno legal (anglosajón, francés o escandinavo) es de vital importancia para el desarrollo financiero de un país. La segunda es el debate sobre si es preferible que prevalezca la financiación bancaria (mayoría de países emergentes) o la financiación vía mercados de capitales (Estados Unidos). En principio, un sistema financiero mixto y equilibrado, donde la banca y los mercados de capitales sean complementarios, parece ser lo más adecuado. Alcanzar una estructura equilibrada es casi una necesidad en la mayoría de los países emergentes, dado que el escaso tamaño actual de sus mercados de capitales implica que un eventual colapso del sistema bancario tenga enormes consecuencias a nivel socio-económico, al afectar ampliamente a la oferta de crédito, la cadena de pagos y el valor de los ahorros.

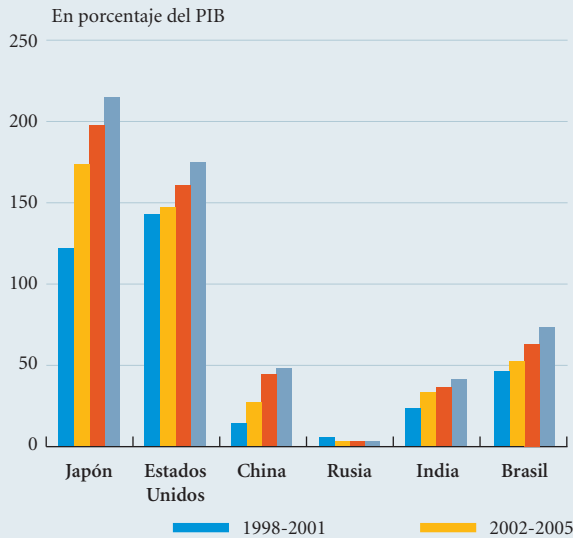
Los BRIC tienen la escala y las posibilidades para disputar, en términos económicos, los primeros puestos de influencia y hegemonía mundial. De todas formas, alcanzar ese gran potencial exigirá la mejora de sus mercados financieros domésticos. Pero antes de señalar cuáles son los principales retos que enfrentan los BRIC en materia de desarrollo financiero, conviene reseñar la evolución que los mercados de estos países han registrado en los últimos años, especialmente los de deuda y bolsa.

En conjunto, el crecimiento de los mercados domésticos de los BRIC ha sido importante. Si observamos la ratio promedio de capitalización bursátil en relación con el PIB de los BRIC, la cifra se ha situado en torno al 35%, mientras que a finales de la década de los noventa apenas superaba el 20%. En el periodo comprendido entre los años 2004 y 2008 –es decir, antes del correctivo encajado en 2009–, los mercados operaron en unas condiciones excepcionales: enorme liquidez y elevado apetito por el riesgo. Este periodo tan boyante fue aprovechado por muchos gobiernos de países emergentes para reestructurar el perfil y la denominación de las obligaciones domésticas e internacionales. Las empresas tampoco dejaron pasar la oportunidad de endeudarse mediante la

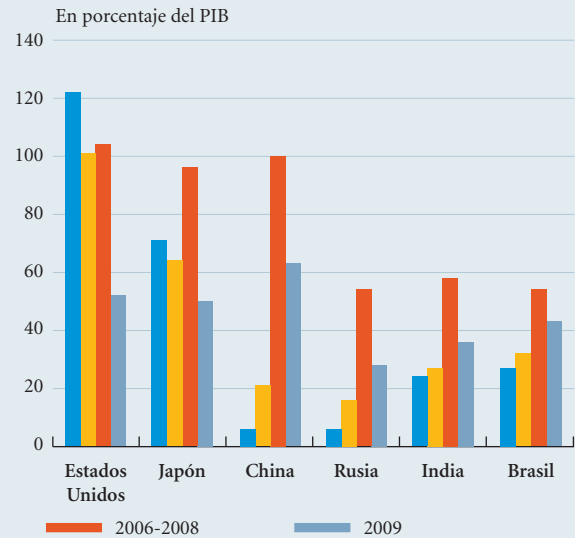
(1) New financing trends in Latin America: a bumpy road towards stability, BIS Papers N.º 36, 2008.

(2) Véase por ejemplo, R. La Porta, F. López-de-Silanes, A. Shleifer y R. Vishny: «Legal Determinants of External Finance», Journal of Finance, Vol. LII (3), 1997.

SALDO EN VIVO DE BONOS EN LOS MERCADOS DOMÉSTICOS



CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL



FUENTES: Banco Internacional de Pagos y Datastream.

emisión de deuda en moneda local a tipos de interés reducidos, diversificando así las fuentes de financiación. En suma, los mercados de bonos internos en los BRIC han registrado un crecimiento importante, pero al igual que en el caso de los mercados bursátiles, su tamaño sigue alejado de los niveles registrados por países más avanzados.

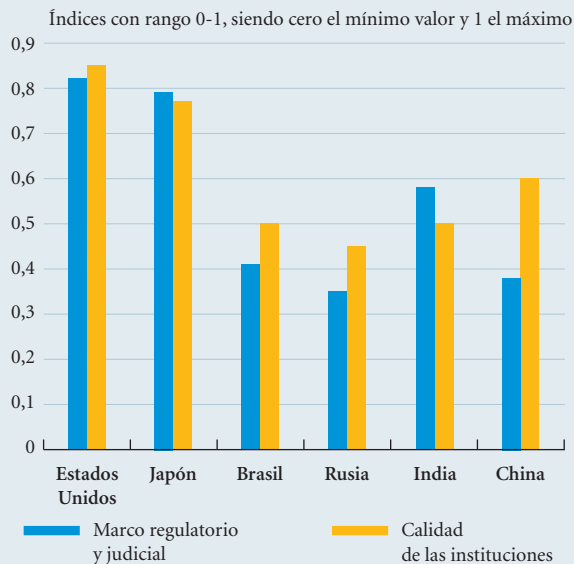
Tal como un reciente estudio⁽³⁾ del BCE documenta detalladamente, para que este grupo de países logre acercarse a la frontera imaginaria que marcan los países desarrollados –e incrementar así su peso en la economía global– es necesario que mejoren en dos dimensiones prioritarias: la institucional y la de acceso al mercado. La primera comprende el marco regulatorio y judicial y la calidad de las instituciones. La segunda implica avanzar en aquellos factores que logren facilitar la participación en los mercados de los individuos y empresas, demandantes y oferentes.

Avanzar en los aspectos institucionales en los BRIC no será sencillo, ya que requiere acciones políticas de gran calado. Además, y simplemente por la historia que arrastra cada país, las necesidades son muy heterogéneas entre ellos. Lo positivo es que los BRIC ya han dado pasos importantes para impulsar el desarrollo de los mercados financieros internos. Así, los cambios más visibles se pueden observar en el mayor grado de protección legal con el que cuentan los inversores o en la disponibilidad pública de información, aspectos que –al ser menos controvertidos políticamente– son más abordables. A la vez, el cambio se traduce rápidamente en nuevas inversiones extranjeras. Sin embargo, los avances relativos al fortalecimiento de los sistemas legales y el sistema judicial –relacionados con el ámbito de las reformas estructurales de medio y largo plazo– han sido sustancialmente menores.

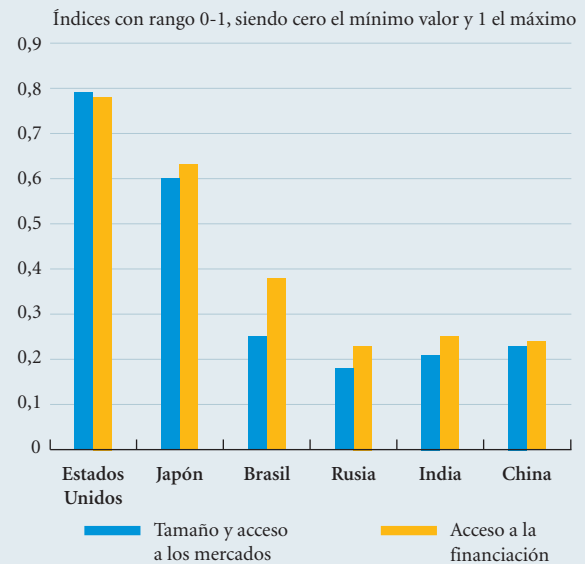
El eje institucional también engloba aspectos relacionados con la «calidad» de las instituciones, como son la calidad burocrática o el grado de corrupción. Cuando se compara esta dimensión entre países, y a lo largo del

(3) E. Dorrucchi, A. Meyer-Cirkel y D. Santabárbara: «Domestic Financial Development in Emerging Economies. Evidence and Implications». European Central Bank, Occasional Paper Series N.º 102, 2009.

DIMENSIÓN INSTITUCIONAL DEL SISTEMA FINANCIERO DOMÉSTICO



DIMENSIÓN DE MERCADO DEL SISTEMA FINANCIERO



FUENTE: Banco Central Europeo.

tiempo, se puede observar que la evolución de los BRIC presenta una tendencia negativa que no reduce diferencias con respecto a Estados Unidos y Japón.

Brasil presenta un acceso financiero aceptable, sin embargo debe trabajar para reducir aquellos aspectos relacionados con la corrupción y la burocracia, que minan sus instituciones. India, por el contrario, presenta una calidad institucional reseñable pero, al igual que Brasil, China y Rusia, necesita un mercado con mayor tamaño y más accesible. India podría fomentar el crecimiento del mercado financiero interno relajando los límites impuestos a las inversiones que realizan los bancos, fondos de pensiones o compañías aseguradoras.

En el caso de China, existe un complejo conjunto de normas administrativas –por ejemplo, cuatro agencias gubernamentales comparten la responsabilidad de aprobar una emisión– que desincentiva la financiación corporativa a través de los mercados. Las autoridades chinas deberían reformular dichas normas de forma tal que se elimine la aprobación vía cuotas sectoriales, para que el consentimiento se sustente en información objetiva. Otro aspecto importante relacionado con el mercado de bonos es el hecho de que el Banco Central de China fija el tipo de interés que pagará un bono. Esto provoca una distorsión completa de las primas de riesgo de mercado, y explica por qué China posee un mercado de deuda poco desarrollado.

En definitiva, los BRIC, junto con otros países emergentes, han realizado importantes avances en materia de reformas, eje central de cualquier estrategia que pretenda reducir la brecha que existe con los países industrializados en cuanto al potencial de los mercados financieros domésticos. El camino por recorrer es largo, pero el destino final, que implica alcanzar una mejor y más eficiente asignación de los recursos, basada en los precios y no en decisiones arbitrarias, bien merece la pena el esfuerzo.

*Este recuadro ha sido elaborado por Eduardo Pedreira y Avelino Hernández
Departamento de Mercados Financieros, Servicio de Estudios de "la Caixa"*

Actividad económica

Bajo tono de la actividad económica al principio de 2010

Los indicadores disponibles referentes a los primeros meses de 2010 apuntan a la salida de la recesión, pero con un débil pulso de la actividad económica. Ni el consumo ni la inversión presentan un tono uniforme, si bien el fondo parece firme. Un bajo tono de actividad en la eurozona, el principal socio comercial, el menor impulso fiscal, con la supresión en gran medida de la deducción de los 400 euros en el impuesto sobre la renta de las personas físicas, la elevación de los tipos de gravamen del ahorro y la retirada parcial de algunos estímulos económicos deben de haber influido en un modesto vigor de la actividad.

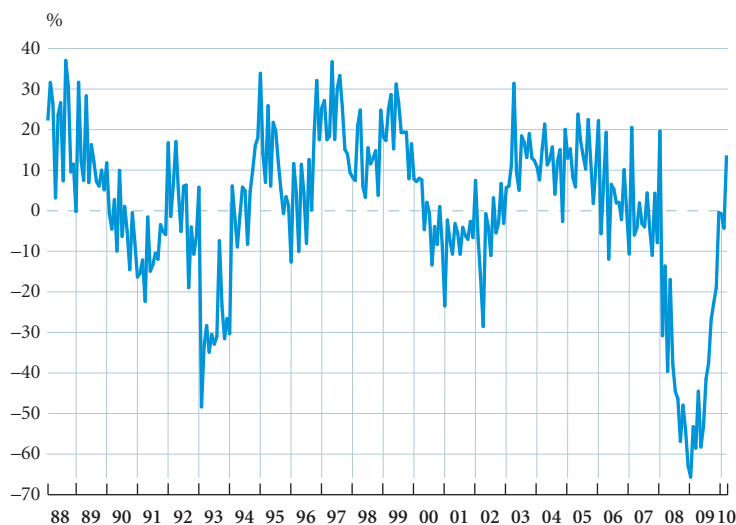
Los datos sobre el consumo del principio del año muestran una cierta disparidad. Por un lado, algunos indicadores presentan un consumo dinámico, como por ejemplo las ventas de automóviles, que aumentaron el 32,9% en el primer bimestre en relación con el mismo periodo del año anterior, gracias a las ayudas directas del plan 2000E. Asimismo, las ventas acumuladas de unidades de electrodomésticos de línea blanca en los dos primeros meses del ejercicio se incrementaron el 4,8% interanual, según cifras de la patronal ANFEL. Pero por otro lado, el índice general de ventas minoristas flojeó ligeramente en enero y anotó un descenso interanual del 1,5% en términos de precios constantes y corregido de efecto calendario. Además, el índice de confianza

El modesto ritmo de crecimiento de la eurozona y la retirada parcial de estímulos económicos no ayudan al relanzamiento.

Ligera recaída de la confianza de los consumidores en febrero.

LAS VENTAS DE VEHÍCULOS INDUSTRIALES SE RECUPERAN

Variación interanual del número de matriculaciones de vehículos de carga



FUENTES: Dirección General de Tráfico y elaboración propia.

Las ventas de vehículos de carga anotan una subida por primera vez en dos años.

de los consumidores, que se había acercado a la media histórica en enero, sufrió una recaída en febrero.

Un ligero descenso en la utilización de la capacidad productiva en el primer trimestre no apunta a un sostenido relanzamiento de la inversión en equipo. La producción de bienes de equipo continuó recuperándose en enero, si bien todavía mostraba una bajada interanual del 3,5%. Mejor aspecto presentaban las ventas de vehículos de carga, que en febrero anotaron un alza anual del 13,5%, la primera tasa positiva en dos años. Por su parte, las ventas interiores de equipo y *software* en las grandes empresas registraron un aumento anual del 1,6% en enero, tras la bajada del 13,3% de diciembre.

En cuanto a la construcción, un indicador adelantado como el consumo aparente de cemento, en el primer bimestre caía el 20,2% en el último año, un poco más

que en el cuarto trimestre. El menor volumen de los planes extraordinarios de obras municipales en ejecución y el inferior número de viviendas en construcción influían en ello.

Desde el punto de vista de la oferta, proseguía la suave tendencia del sector secundario a una suave mejora, pero en enero el índice general de la producción industrial ajustado del efecto de calendario mostraba un decremento interanual del 2,5%. No obstante, este índice registró un alza interanual en seis comunidades autónomas. En enero se debilitaron las entradas de pedidos industriales, con un incremento interanual de sólo el 0,9%. Sin embargo, la confianza en la industria continuó mejorando levemente en febrero.

En cuanto a la construcción, se aprecian algunos signos de estabilización en el mercado inmobiliario. El índice de precios de vivienda elaborado por el Instituto

INDICADORES DE DEMANDA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2008	2009	2009				2010	
			I	II	III	IV	Enero	Febrero
Consumo								
Producción de bienes de consumo (*)	-4,7	-8,2	-12,6	-9,4	-8,6	-1,7	-2,2	...
Importación de bienes de consumo (**)	-7,7	-6,1	-9,4	-14,9	-3,4	3,7	...	...
Matriculaciones de automóviles	-28,1	-17,9	-43,1	-33,7	-0,6	29,3	18,1	47,0
Crédito al consumo de bienes duraderos	3,6	-11,5	-11,9	-14,1	-10,8	-9,1	-	...
Indicador de confianza de los consumidores (***)	-33,8	-28,3	-44,7	-28,0	-20,7	-20,0	-14,0	-18,8
Inversión								
Producción de bienes de equipo (*)	-8,8	-22,1	-30,5	-24,7	-20,2	-10,3	-3,5	...
Importación de bienes de equipo (**)	-19,6	-27,0	-31,3	-35,1	-23,4	-16,9	...	...
Matriculación de vehículos industriales	-43,6	-40,0	-52,5	-51,9	-30,8	-7,8	-4,6	13,5
Comercio exterior (**)								
Importaciones no energéticas	-4,9	-17,5	-26,0	-26,8	-13,4	-0,7	...	...
Exportaciones	1,9	-9,8	-17,9	-14,7	-9,6	4,3	...	...

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.

Nacional de Estadística bajó el 4,3% en el cuarto trimestre de 2009, tasa casi tres puntos superior a la anotada en el tercer trimestre. La variación anual del precio de la vivienda nueva aumentó medio punto hasta el -5,1%, anotando su primer repunte desde el primer trimestre de 2007. Esto refleja un menor deterioro del mercado inmobiliario, como también lo atestigua un incremento anual del 2,1% de las compraventas de viviendas en enero, el primero en muchos meses. No obstante, este incremento es debido a las transacciones de viviendas usadas, que subieron el 10,7%, mientras las de viviendas nuevas descendían el 5,1%.

En la evolución del mercado inmobiliario está contribuyendo positivamente el descenso del esfuerzo teórico para la compra de una casa como consecuencia del recorte de los tipos de interés. También puede estar influyendo la anticipación de la demanda ante la previsión de un alza del tipo del impuesto sobre el valor añadido en julio próximo y la limitación de la des-

gravación de la vivienda en el impuesto sobre la renta de las personas físicas a partir de 2011.

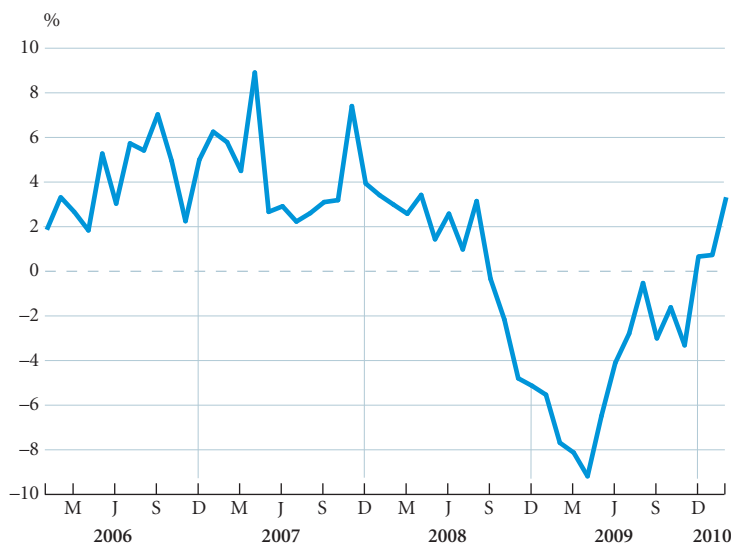
El primer mes del año tampoco fue propicio para los servicios. La cifra de negocios del sector terciario corregida de calendario bajó el 3,0% con relación a enero de 2009, anotando una caída mayor que en el mes precedente. Aunque todas las ramas registraron descensos, los mayores afectaron a las actividades profesionales, científicas y técnicas, con el 6,8%, y a las actividades administrativas y servicios auxiliares, que bajaron el 5,1%. El menor descenso correspondió al comercio, el 2,2%.

Los efectos de la recesión se manifiestan en la morosidad. Un control más estricto del riesgo logró que el número de efectos de comercio impagados disminuyese en enero el 37,3% respecto al mismo mes del año anterior. No obstante, el porcentaje de efectos de comercio impagados sobre vencidos tendió a subir ligeramente en los

Escaso dinamismo empresarial, pero tendencia a la mejora.

EL CONSUMO DE ELECTRICIDAD CONSOLIDA SU RELANZAMIENTO

Variación interanual del consumo de electricidad



NOTA: Corregido de los efectos de laboralidad y temperatura.
FUENTE: Red Eléctrica Española.

El Gobierno presenta una nueva propuesta de medidas de política económica.

últimos meses y se situó en el 4,8% en enero, 4 décimas más que en noviembre.

La desfavorable coyuntura económica dificulta la creación de empresas. Así, en enero, aunque se crearon 6.266 nuevas sociedades mercantiles, esta cifra fue inferior en un 3,6% a la registrada en el mismo mes del año anterior. Con todo, esta tasa se compara favorablemente con una caída anual del 24,5% en 2009. Asimismo, el número de sociedades mercantiles disueltas subió el 5,7% en enero respecto a doce meses antes, lo que supone una moderación respecto a un aumento anual del 7,2% en el año pasado.

En este entorno y en el marco de la búsqueda de un acuerdo político para la recuperación del crecimiento económico y la creación de puestos de trabajo, el Gobierno a principios de marzo presentó una nueva propuesta de medidas de política económica. Se priorizan como actuación inmediata las ayudas para la rehabilitación de viviendas y los préstamos directos del Instituto de Crédito Oficial para pymes y autónomos. También se plantea el impulso de la internacionalización y la inversión en I+D+i, la reducción de la morosidad pública y privada y una revisión de la política industrial y energética.

INDICADORES DE OFERTA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2008	2009	2009				2010	
			I	II	III	IV	Enero	Febrero
Industria								
Consumo de electricidad (1)	0,6	-4,3	-7,0	-6,6	-2,1	-1,4	0,7	3,3
Índice de producción industrial (2)	-7,3	-15,8	-22,6	-18,6	-14,6	-5,6	-2,5	...
Indicador de confianza en la industria (3)	-18,0	-31,2	-36,7	-35,0	-29,0	-24,1	-21,4	-21,2
Utilización capacidad productiva (4)	79,5	69,2	68,8	69,5	68,5	69,9	-	69,0
Importación bienes interm. no energ. (5)	-0,7	-21,6	-32,9	-31,1	-17,1	0,1	...	...
Construcción								
Consumo de cemento	-23,8	-32,9	-46,1	-36,0	-26,4	-16,7	-15,6	-24,0
Indicador de confianza en la construcción (3)	-22,6	-30,6	-36,7	-35,0	-26,3	-24,5	-28,1	-33,2
Viviendas (visados obra nueva)	-59,4	-58,1	-64,3	-62,8	-52,4	-45,5	...	...
Licitación oficial	3,0	-7,9	-5,3	-8,3	-1,3	-16,0	...	...
Servicios								
Ventas comercio minorista (6)	-6,0	-5,4	-8,2	-6,4	-4,5	-2,7	-1,5	...
Turistas extranjeros	-2,5	-8,8	-16,9	-8,2	-7,8	-3,5	1,1	-3,8
Ingresos turismo	-0,4	-9,1	-14,3	-8,0	-9,0	-5,5	...	...
Mercancías ferrocarril (t-km)	-7,7	-28,4	-34,1	-34,9	-32,4	-7,7	8,4	...
Tráfico aéreo pasajeros	-3,0	-8,1	-18,2	-8,7	-5,2	-0,8	3,3	1,4
Consumo de gasóleo automoción	-3,8	-5,1	-10,3	-5,1	-3,0	-2,0	...	...

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.

Mercado de trabajo

Las mujeres capean mejor la caída

En febrero, los afiliados en alta laboral a la Seguridad Social aumentaron en 26.340. Sin embargo, la cifra se convierte en negativa en términos desestacionalizados, resultando en un descenso de algo más de 30.000 personas. Con todo, en los últimos doce meses el número de afiliados bajó el 3,0%, una tasa inferior al 5,9% registrada en el mismo mes de 2009. Cabe además señalar que la situación climato-lógica podría haber influido negativamente en la cifra de febrero.

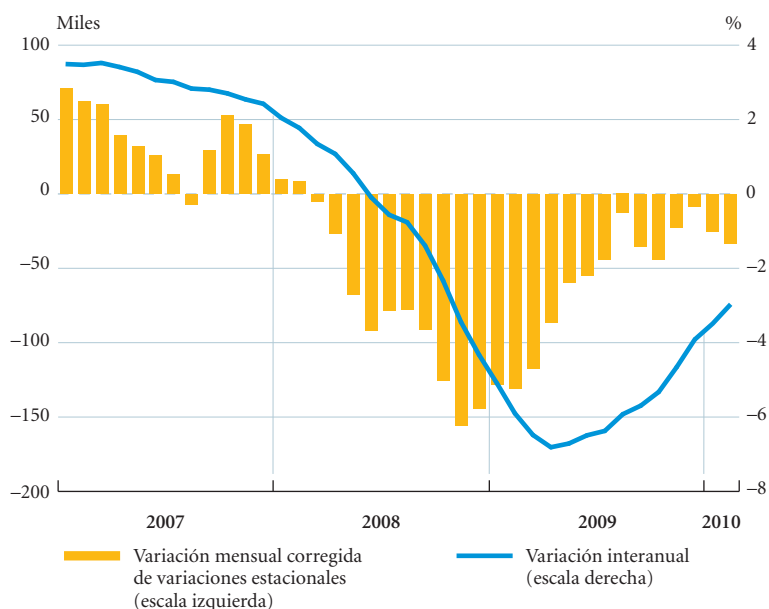
Por género, la afiliación aumentó en el mes tanto entre los hombres como entre las féminas y ello supuso una modera-

ción de la caída de ambas tasas interanuales, que se situaron en el 4,5% y el 1,1%, respectivamente. Las mujeres se han visto afectadas en menor medida que los hombres por la crisis económica y de empleo debido a los sectores y ocupaciones en los que mayoritariamente trabajan. Así, según el Informe «Mujer y Mercado de Trabajo 2009» elaborado por la Secretaría General de Empleo del Ministerio de Trabajo e Inmigración, el empleo de la mujer se concentra en el sector servicios, precisamente el menos afectado por la pérdida de empleo, con más del 87% de las mujeres ocupadas. Según este informe, no obstante, el ritmo de incorporación al mercado laboral de las mujeres se ha ralentizado.

Se atenúa el proceso de destrucción de puestos de trabajo, pero no se detiene.

EL FRENO DE LA DESTRUCCIÓN DE EMPLEO NO ACABA DE CONSUMARSE

Afiliados en alta laboral de la Seguridad Social



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

INDICADORES DE EMPLEO

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

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

NOTAS: (1) Datos medios mensuales.

(2) Estimación de la encuesta de población activa.

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

(4) En el INEM.

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

La crisis afecta duramente a los trabajadores por cuenta propia.

En tasa interanual, todos los sectores productivos experimentaron una desaceleración en la pérdida de la ocupación en febrero. De este modo, en los últimos doce meses la industria registró una tasa negativa del 7,2%, la contracción en la construcción fue del 16,2% y en los servicios el retroceso fue del 0,8%.

Cabe destacar que en febrero la evolución de la ocupación fue distinta por regímenes ya que mientras el empleo asalariado aumentó en 39.780, el empleo por cuenta propia descendió en 12.440. Este dato indica que la crisis está afectando duramente también a los trabajadores por cuenta propia.

La moderación de la recesión se tradujo en un ligero aumento interanual del número de contratos registrados en febrero, del 1,1%. De esta forma se retomó la sen-

da de mejora de la contratación iniciada en el mes de noviembre e interrumpida en enero. Este incremento fue debido exclusivamente a los contratos temporales, que experimentaron una subida anual del 2,9%, ya que los indefinidos bajaron el 12,5%.

Tendencia a la desaceleración de la subida del paro registrado

El número de desempleados inscritos en las oficinas de los servicios públicos de empleo llegaba a 4.130.625 personas al final del mes de febrero. Ello supone un incremento interanual del 18,6%, una tasa considerablemente menor que la del pasado año, en que se produjo un crecimiento del 50,3% interanual. Por sectores económicos, el paro aumentó en todos, aunque afectó en mayor medida al sector

Crece el número de contratos, pero tan solo los temporales.

de la agricultura, situando su tasa de crecimiento en el 32% interanual. No obstante, este sector representa un porcentaje relativamente pequeño del total de parados.

El desempleo de hombres y mujeres aumentó a la par en febrero, en cifras absolutas. Por edades, las filas de los parados registrados se incrementaron más entre los jóvenes menores de 25 años, un 4,0% respecto al mes anterior, que entre los mayores de 25 años (un 1,7%). Asimismo, excepto en las Islas Baleares, el paro aumentó en todas las comunidades autónomas, encabezadas por Andalucía y la Comunidad Valenciana.

Tímido descenso de los costes laborales

Según la encuesta trimestral del coste laboral elaborada por el Instituto Nacional de Estadística, el coste laboral por trabajador y mes de las empresas aumentó, en

el cuarto trimestre de 2009, el 2,5% respecto al mismo periodo del año anterior. Esta tasa es la más baja desde el tercer trimestre de 2005. No obstante, aunque los costes laborales se desaceleraron, crecieron todavía por encima de la media de la zona del euro, un 2,1% interanual, y ello generó que la economía española fuera relativamente menos competitiva en cuanto a costes laborales.

El principal responsable del crecimiento del coste total es su componente salarial, que se incrementó un 2,7% interanual, y que comprende salario base, complementos salariales, pagos por horas extraordinarias y pagos atrasados. Si se excluye el factor variable de los salarios (pagos extraordinarios y atrasados) se obtiene el coste salarial ordinario, que aumentó un 2,2%.

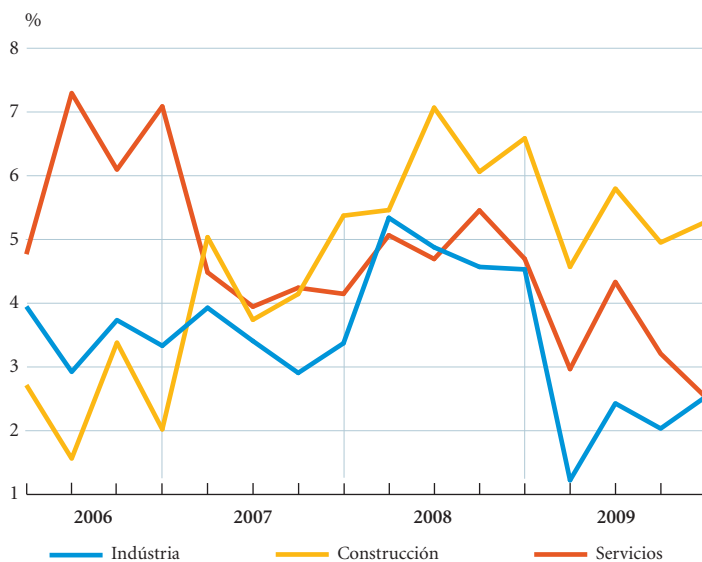
Por sectores económicos, la construcción presenta el mayor incremento del coste laboral total, especialmente por el crecimiento de los salarios ordinarios. El cre-

El paro registrado aumenta un 19% en un año.

Los costes laborales se ralentizan pero crecen por encima de los de la eurozona.

MODESTA RALENTIZACIÓN DE LOS COSTES SALARIALES

Variación interanual del coste salarial ordinario por trabajador



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

Los salarios ganan poder adquisitivo en 2009.

cimiento del coste total fue similar en la industria y en los servicios.

Cabe notar que el aumento del 2,7% en la ganancia media por trabajador y mes en el último trimestre de 2009 fue muy superior a la inflación registrada en el mismo periodo, del 0,1%. De esta forma, el poder adquisitivo de los asalariados aumentó de forma sustancial durante este periodo, y lo mismo sucedió en el conjunto del año 2009. Por tanto, la desaceleración de los costes laborales fue modesta si se tiene en cuenta la desinflación de los precios y la escalada del paro.

En esta línea, el gobernador del Banco de España insistió en su discurso del 23 de febrero de 2009 sobre la necesidad apremiante de reformar el mercado de trabajo para conseguir mejorar la competitividad dentro de una unión monetaria donde ya no cabe la devaluación. En con-

creto, el discurso insta al cambio que debe adoptarse en la negociación colectiva. Según el gobernador, la flexibilidad a la hora de acordar salarios y otros aspectos de la organización interna de las empresas es un factor imprescindible para conseguir mejorar la competitividad.

En este sentido, cabe destacar la firma del «Acuerdo para el empleo y la negociación colectiva 2010, 2011 y 2012», por parte de las organizaciones empresariales y sindicales, que manifiesta la intención de llevar a cabo una política de crecimiento moderado de los salarios que permita la recuperación del empleo y la reactivación económica. De este modo, se establecen criterios para la determinación de los incrementos salariales: hasta el 1% para 2010, entre el 1% y el 2% para 2011, y entre el 1,5% y el 2,5% para 2012. Se añade una cláusula de revisión salarial en función de la inflación registrada en todo el periodo.

El gobernador del Banco de España plantea la necesidad de reformar la negociación colectiva.

INDICADORES DE SALARIOS

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

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

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

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

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

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

Precios

La inflación cede dos décimas en febrero hasta el 0,8%

La inflación de los precios de consumo se situó en el 0,8% en tasa interanual en febrero, 2 décimas por debajo del mes anterior. De esta forma, tal como se anticipaba, la inflación se mantiene en un nivel reducido. El mayor impulso hacia abajo provino de los carburantes y combustibles.

En efecto, los carburantes y combustibles registraron un incremento anual del 11,9% en febrero, 2,0 puntos menos que en el mes precedente, y contribuyeron en más de una décima al descenso de la inflación interanual. Esto se produjo porque en febrero de 2010 sus precios se estabilizaron, frente a un alza un año antes.

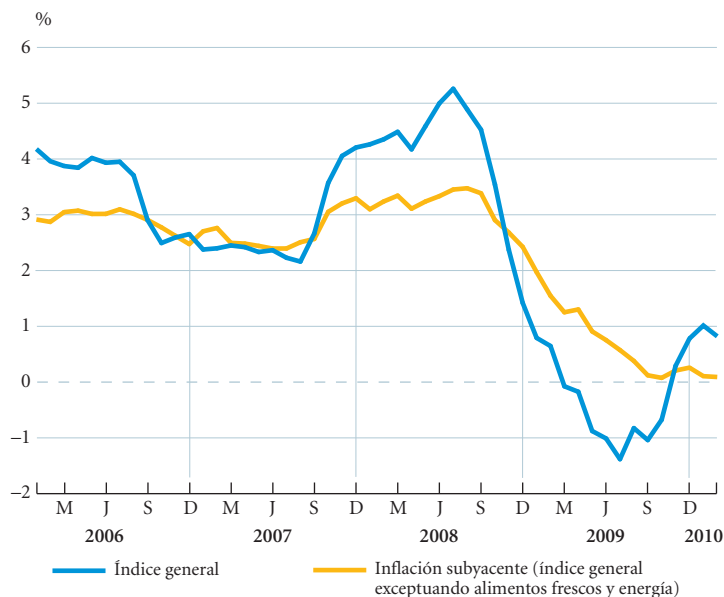
Por otro lado, los alimentos no elaborados, que también son un componente volátil, profundizaron su caída y la tasa de variación interanual de sus precios bajó hasta el -3,8%, 6 décimas menos que en enero. De esta forma, aportaron en torno a media décima al decremento anual del índice general de precios de consumo (IPC). En este grupo destacó la acentuación del descenso de las legumbres y hortalizas frescas y el pescado fresco hasta el 2,9% y el 1,6% anual, respectivamente.

Por otra parte, la inflación subyacente, que refleja el núcleo más estable de los precios, permaneció en el 0,1%, cerca del mínimo histórico anotado en octubre de 2009. De este modo, continuó manifestándose la debilidad de la demanda de

El principal impulso bajista de la inflación en febrero proviene de los carburantes y combustibles.

LA INFLACIÓN SUBYACENTE SE MANTIENE EN UN NIVEL MUY BAJO

Variación interanual del IPC



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO

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

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

La debilidad del consumo se manifiesta en un nivel muy bajo de la inflación subyacente...

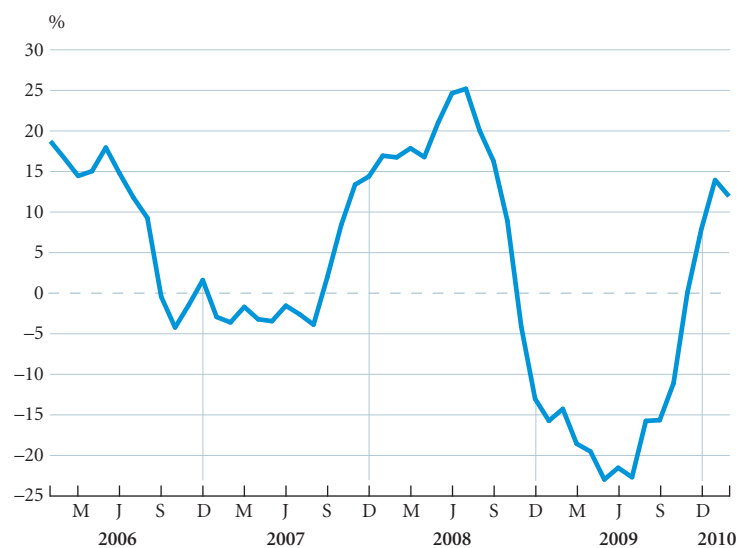
consumo, que empuja a muchas empresas a recortar o contener sus precios para impulsar las ventas.

Los alimentos elaborados mantuvieron la tasa de variación interanual de sus pre-

cios en el 0,5%. El decremento de algunos productos, como las aguas minerales, refrescos y zumos y algunos productos lácteos, contrarrestó el alza de otros como el tabaco.

LOS PRECIOS DE LOS CARBURANTES Y COMBUSTIBLES SE RALENTIZAN EN FEBRERO

Variación interanual del índice de precios de los carburantes y combustibles



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO POR GRUPOS DE COMPONENTES

Febrero

	Índices (*)	% variación mensual		% variación s/diciembre anterior		% variación anual		
		2009	2010	2009	2010	2009	2010	
Por clases de gasto								
Alimentos y bebidas no alcohólicas	107,2	-0,5	-0,8	-0,4	-0,8	1,5	-2,7	
Bebidas alcohólicas y tabaco	129,7	1,2	1,6	3,3	3,0	4,2	12,3	
Vestido y calzado	91,4	-1,4	-1,5	-15,0	-15,4	-1,8	-1,2	
Vivienda	113,6	0,4	0,1	0,9	0,9	4,7	0,8	
Menaje	106,5	0,1	0,0	-0,5	-0,9	2,2	0,5	
Medicina	97,8	0,2	0,1	0,4	0,2	-0,1	-1,4	
Transporte	105,0	0,3	-0,1	-0,2	1,6	-6,2	5,8	
Comunicaciones	99,2	0,0	0,0	0,1	-0,1	-0,5	-0,5	
Ocio y cultura	96,5	0,2	-0,3	-1,2	-2,2	0,2	-2,1	
Enseñanza	114,5	0,0	0,0	0,1	0,1	3,9	2,6	
Hoteles, cafés y restaurantes	112,1	0,2	0,1	0,4	0,2	3,1	1,0	
Otros	110,8	0,3	0,3	1,2	0,9	3,0	1,8	
Agrupaciones								
Alimentos con elaboración	111,9	0,0	0,0	0,2	0,0	1,7	0,5	
Alimentos sin elaboración	105,5	-0,7	-1,4	-0,4	-1,2	2,2	-3,8	
Conjunto no alimentario	105,4	0,1	-0,1	-1,5	-1,4	0,3	1,3	
Bienes industriales	100,2	-0,1	-0,3	-3,6	-2,9	-2,5	1,4	
<i>Productos energéticos</i>	110,2	1,3	0,0	0,5	2,8	-8,1	9,9	
<i>Carburantes y combustibles</i>	105,6	1,8	0,0	-0,5	3,2	-14,1	11,9	
<i>Bienes industriales sin productos energéticos</i>	96,5	-0,6	-0,4	-5,0	-4,8	-0,7	-1,5	
Servicios	110,8	0,2	0,1	0,6	0,0	3,3	1,1	
Inflación subyacente (**)	105,9	-0,1	-0,1	-1,5	-1,7	1,6	0,1	
ÍNDICE GENERAL	106,5	0,0	-0,2	-1,2	-1,2	0,7	0,8	

NOTAS: (*) Base 2006 = 100.

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

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

En cambio, los productos industriales no energéticos moderaron su caída interanual hasta el 1,5%. Ello se debió mayormente al incremento de casi un punto en la tasa anual de los automóviles, ya que en febrero de 2009 los descuentos fueron más pronunciados, al haberse incrementado la demanda de turismos gracias a las ayudas del plan 2000E. En sentido contrario, las rebajas de febrero del vestido y calzado fueron un poco más intensas que doce meses antes, pero su efecto sobre el IPC fue mucho menor.

Por el contrario, los precios de los servicios siguieron desacelerándose hasta marcar una tasa de variación interanual del 1,1%, la menor cota de las últimas décadas. Destaca la bajada de los precios del viaje organizado, frente a un aumento en febrero de 2009. Por otro lado, los restaurantes, bares y cafeterías registraron una subida anual del 1,1%, la menor desde agosto de 1986.

La inflación medida según el índice de precios armonizados con la Unión Euro-

...y en un nuevo mínimo de las últimas décadas de los servicios en el 1,1%.

La depreciación del euro contribuye al alza de los precios de importación.

pea se colocó en el 0,9% anual, también 2 décimas por debajo del mes anterior. De esta forma, el diferencial con la eurozona, que había vuelto a ser positivo en enero, se anuló en febrero, reflejando el mayor peso de los carburantes y los impuestos a ellos asociados en el caso español. Además, el diferencial del componente subyacente continuó siendo favorable a España.

Aunque en los próximos meses la inflación tenderá a subir, y más pronunciadamente en el verano a consecuencia del incremento de los tipos del impuesto sobre el valor añadido, prevemos que la inflación estará contenida debido a las presiones procedentes de la debilidad del consumo. De esta manera, al final del ejercicio se colocará probablemente alrededor del 1,5%.

Los precios mayoristas se aceleran al principio de 2010

Los precios industriales afirmaron su giro alcista en enero y su tasa de variación interanual se colocó en el 0,9%, medio punto más que en el mes anterior. Este impulso provino de los bienes intermedios, que frenaron su descenso hasta el 0,9%, mientras que los precios energéticos se mantenían en el 6,3% y los de equipo y de consumo tendieron a la baja. Por su parte, los precios de importación se aceleraron hasta el 3,4% interanual en enero, a lo que contribuyó una ligera depreciación del euro. Por otro lado, los precios agrarios en origen siguieron moderando su caída en diciembre hasta el 5,5% anual debido a los productos agrícolas y a los ganaderos.

INDICADORES DE INFLACIÓN

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	Precios agrarios	Índice de precios industriales					Total	Precios de importación			Deflactor del PIB (*)
		Índice general	Bienes de consumo	Bienes de equipo	Bienes intermedios	Bienes energéticos		Bienes de consumo	Bienes de capital	Bienes intermedios (**)	
2008											
Diciembre	-10,3	0,4	1,6	2,3	1,0	-3,4	-3,9	2,6	1,6	2,0	-
2009											
Enero	-7,2	-0,5	0,9	1,9	-1,6	-2,2	-4,9	2,8	2,0	0,4	-
Febrero	-5,4	-1,1	0,4	1,6	-3,2	-1,9	-5,6	3,0	2,6	-1,2	1,5
Marzo	-7,1	-2,5	-0,4	1,3	-4,3	-5,0	-6,9	2,6	3,1	-2,7	-
Abril	-7,7	-3,4	-0,8	1,2	-5,5	-6,8	-7,4	2,5	3,1	-3,7	-
Mayo	-15,1	-4,4	-1,1	1,1	-6,3	-9,8	-9,9	1,8	2,5	-5,5	0,2
Junio	-17,2	-4,9	-1,3	0,9	-6,9	-10,1	-10,8	1,3	2,4	-6,0	-
Julio	-17,9	-6,7	-1,3	0,5	-7,8	-16,0	-11,4	2,0	2,3	-7,1	-
Agosto	-14,8	-5,5	-0,9	0,3	-7,7	-11,5	-9,8	0,6	2,1	-7,4	-0,6
Septiembre	-14,0	-5,4	-0,7	0,4	-7,6	-11,5	-9,2	-0,5	1,7	-7,6	-
Octubre	-12,2	-4,3	-0,7	0,2	-6,3	-8,4	-7,2	-2,1	1,0	-6,7	-
Noviembre	-9,3	-1,8	-0,6	0,2	-4,6	-0,7	-3,1	-3,1	0,5	-5,4	-0,2
Diciembre	-5,5	0,4	-0,5	0,1	-2,7	6,3	1,9	-1,2	0,8	-1,9	-
2010											
Enero	...	0,9	-0,6	-0,4	-0,9	6,3	3,4	-1,0	0,2	0,2	-

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

(**) Excepto energía.

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

Sector exterior

Las exportaciones impulsan la corrección del déficit comercial

El déficit comercial registró, en 2009, su mayor reducción de las últimas décadas, con una caída del 46,7% respecto al año anterior. Ello se dio en un contexto de disminución de los flujos comerciales, con una caída de las importaciones del 26,2% en el mismo periodo, muy superior al 15,9% registrado por las exportaciones. El valor del déficit acumulado en el año pasado alcanzó los 50.183 millones de euros, equivalente al 4,8% del producto interior bruto (PIB) del país. Dicho valor dista significativamente del 9,7% registrado en junio de 2008 y se sitúa a niveles similares a los alcanzados diez años atrás.

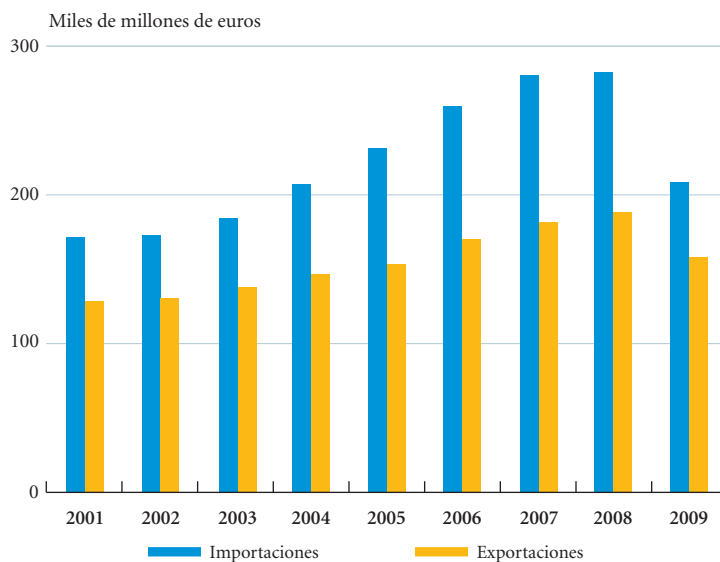
Los datos mensuales muestran una reducción interanual del déficit comercial del 41,2% en diciembre, superando con creces la del mes anterior, del 18,4%. Destaca que, a diferencia de lo ocurrido durante los meses anteriores, esta mayor corrección del déficit vino explicada por una reactivación de las exportaciones en el mes de diciembre, que experimentaron un crecimiento del 4,0% respecto al mismo mes de 2008. Este incremento, el primero después de catorce meses de caídas consecutivas, contrasta con la reducción de las importaciones del 11,6% interanual, superior a la de noviembre.

El desglose de las exportaciones por sectores económicos señala a la industria automovilística como principal respon-

El déficit comercial se reduce un 47% en 2009 y equivale al 4,8% del PIB.

Las exportaciones se reactivan en diciembre.

LAS IMPORTACIONES SE REDUCEN EN MAYOR MEDIDA QUE LAS EXPORTACIONES EN 2009



FUENTES: Ministerio de Economía y elaboración propia.

	Importaciones			Exportaciones			Saldo	Tasa de cobertura (%)
	Millones de euros	% variación anual en valor	% participación	Millones de euros	% variación anual en valor	% participación	Millones de euros	
Por grupos de productos								
Energéticos	34.218	-39,9	16,4	6.806	-42,0	4,3	-27.413	19,9
Bienes de consumo	64.634	-9,0	31,0	62.974	-6,9	39,8	-1.660	97,4
<i>Alimenticios</i>	14.595	-8,7	7,0	21.359	-5,1	13,5	6.764	146,3
<i>No alimenticios</i>	50.039	-9,1	24,0	41.615	-7,8	26,3	-8.424	83,2
Bienes de capital	16.812	-30,7	8,1	13.428	-18,8	8,5	-3.384	79,9
Bienes intermedios no energéticos	92.773	-28,6	44,5	75.047	-18,7	47,4	-17.726	80,9
Por áreas geográficas								
Unión Europea	121.568	-21,5	58,3	109.004	-15,9	68,9	-12.564	89,7
<i>Zona del euro</i>	99.955	-22,6	48,0	89.741	-13,7	56,7	-10.214	89,8
Otros países	86.869	-31,8	41,7	49.251	-16,0	31,1	-37.619	56,7
<i>Rusia</i>	4.587	-39,1	2,2	1.477	-47,9	0,9	-3.110	32,2
<i>EEUU</i>	8.508	-23,9	4,1	5.803	-24,6	3,7	-2.704	68,2
<i>Japón</i>	3.120	-39,0	1,5	1.217	-18,1	0,8	-1.903	39,0
<i>América Latina</i>	10.846	-30,7	5,2	7.858	-15,9	5,0	-2.987	72,5
<i>OPEP</i>	17.087	-38,2	8,2	6.275	-10,4	4,0	-10.812	36,7
<i>Resto</i>	42.722	-29,1	20,5	26.620	-12,0	16,8	-16.102	62,3
TOTAL	208.437	-26,2	100,0	158.254	-15,9	100,0	-50.183	75,9

FUENTES: Ministerio de Economía y elaboración propia.

El déficit corriente baja hasta el 5,1% del PIB.

sable de este repunte, con una variación interanual del 35,6% en el último mes de 2009. Las ayudas gubernamentales para la compra de vehículos explican en buena medida este crecimiento. No es de extrañar, por lo tanto, que las exportaciones hacia Francia e Italia aumentaran considerablemente en este mes (con aumentos interanuales del 11,5% y del 12,1% respectivamente).

Sin embargo, la finalización de las ayudas al sector del automóvil y la débil recuperación de los principales socios comerciales en 2010 hace prever que la trayectoria de las exportaciones se modere este año. Como consecuencia, esperamos que el déficit comercial continuará contrayéndose a lo largo del año, aunque a un ritmo menor.

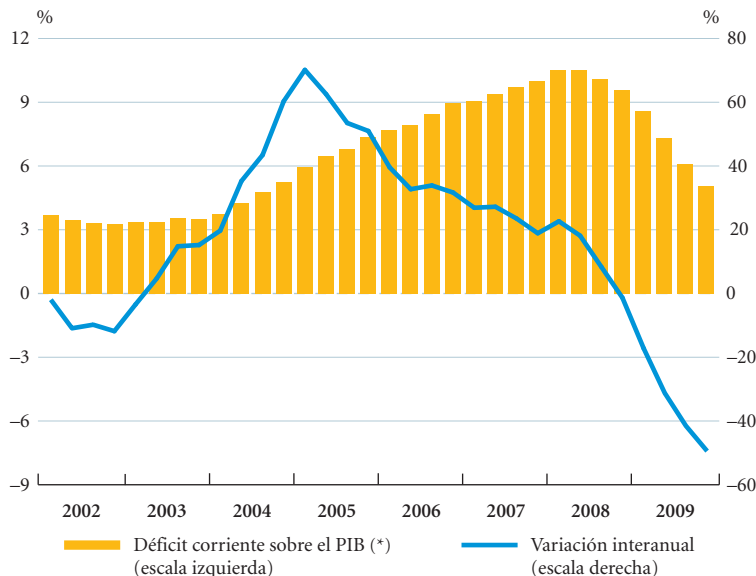
El déficit corriente mantiene su velocidad de ajuste

El ajuste de la balanza comercial contribuyó en gran medida a la reducción del déficit corriente en el conjunto de 2009 que, con una caída del 49,0% respecto al año anterior, alcanzó el 5,1% del PIB. Esta mejora del componente comercial vino acompañada de la reducción del déficit de las balanzas de rentas y transferencias corrientes. Sólo la disminución del superávit de la balanza de servicios, del 2,1%, fruto del debilitamiento del sector turístico, evitó un mayor ajuste corriente.

Como muestra el gráfico adjunto, el desequilibrio corriente en 2009 se situó a niveles similares a los de 2004. Como con-

EL DÉFICIT CORRIENTE RETROCEDE A NIVELES DE 2004

Déficit de la balanza por cuenta corriente



NOTA: (*) Acumulado últimos cuatro trimestres.

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

secuencia, la necesidad de financiación española, que equivale a la suma del saldo corriente y el de capital, se redujo un 50,2% alcanzando el 4,7% del PIB. Esta cifra es 4,4 puntos porcentuales menor que la registrada en 2008.

El análisis de los datos de diciembre no muestra signos de debilitamiento de esta tendencia. Así, el déficit corriente registró la segunda mayor caída desde inicios de la contracción, del 60,2% interanual, impulsado por las mejoras del saldo comercial y de servicios, en particular de su componente no turística. Sin embargo, la suavización esperada del ajuste de la ba-

lanza de bienes en los próximos meses hace prever que la corrección sea menor a partir de 2010.

Por lo que se refiere al ámbito de los flujos financieros, la inversión en cartera se afianzó como la principal fuente de captación de fondos extranjeros de 2009. En contraposición, la financiación a corto plazo se redujo prácticamente en su totalidad, volviendo a niveles similares a los que presentaba antes de las turbulencias financieras aparecidas a raíz de la crisis *subprime*. Por otro lado, la inversión extranjera directa significó, por sexto año consecutivo, una salida neta de fondos.

La velocidad de ajuste del déficit se modera en 2010.

La inversión en cartera constituye la principal fuente de financiación en 2009.

BALANZA DE PAGOS

Año 2009

	Saldo en millones de euros	Variación anual	
		Absoluta	%
Balanza corriente			
Balanza comercial	-45.419	42.241	-48,2
Servicios			
<i>Turismo</i>	26.207	-1.859	-6,6
<i>Otros servicios</i>	-485	1.317	-73,1
Total	25.723	-543	-2,1
Rentas	-25.539	8.243	-24,4
Transferencias	-7.992	1.243	-13,5
Total	-53.228	51.184	-49,0
Cuenta de capital	3.940	-1.566	-28,4
Balanza financiera			
Inversiones directas	-6.047	-258	4,5
Inversiones de cartera	46.351	46.762	-
Otras inversiones	158	-63.592	-99,8
Total	40.462	-17.088	-29,7
Errores y omisiones	-1.189	-3.636	-
Variación de activos del Banco de España	10.015	-29.627	-74,7

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.

España - Asia: quinientos años después, el viaje continúa

En agosto de 1492, Cristóbal Colón emprendió un viaje con el objetivo de descubrir una nueva ruta de acceso al Lejano Oriente. Ésta permitiría acercar la corona de Castilla a los productos más demandados de la época sin necesidad de surcar las rutas comerciales monopolizadas por portugueses y genoveses. Esta intrépida empresa supuso el descubrimiento de un nuevo continente y permitió a España vivir, en el siglo XVI, el periodo de mayor auge económico de su historia. Ahora, cinco siglos después, la prosperidad futura exige reemprender el viaje para encontrar socios comerciales en Asia, un mercado en el que el grado de penetración española puede tener aún un largo recorrido.

Desde el inicio del nuevo milenio, los países emergentes de Asia están avanzando a velocidad de crucero. Destacan China e India que, según los datos del Fondo Monetario Internacional (FMI), aportaron el 30% del crecimiento mundial entre 2000 y 2008 (medido en paridad de poder adquisitivo), muy por encima de la aportación del 1,8% de cuatro de los principales países de Latinoamérica (Argentina, Brasil, Chile y México). Teniendo en cuenta el extraordinario crecimiento previsto en ambos países hasta 2014, del 9,6% en China y del 7,5% en India, todo apunta a que su contribución al desarrollo económico global irá en aumento durante los próximos años (véase el recuadro «El poder emergente»).

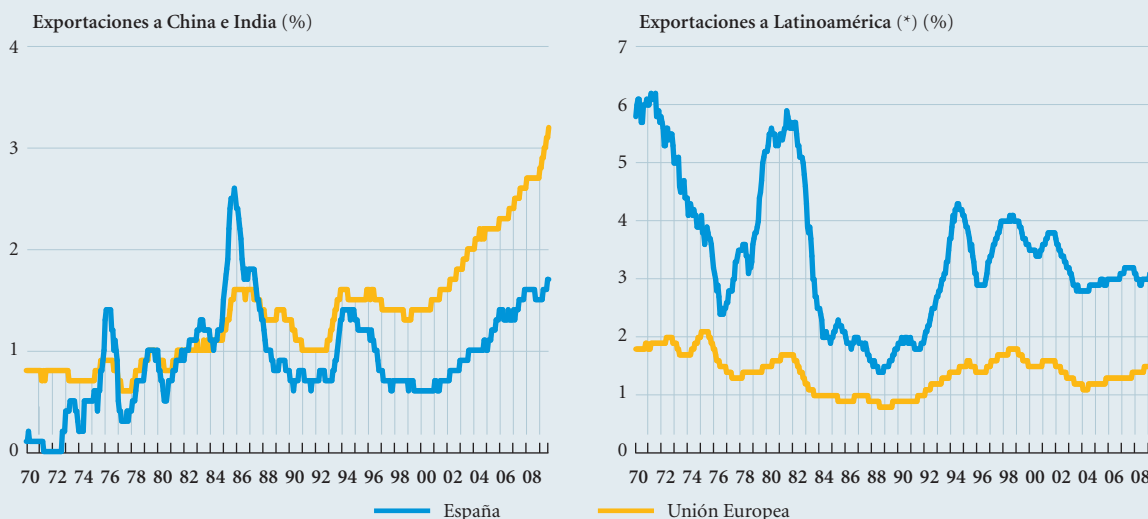
Dado que comercio y desarrollo van de la mano, el marcado crecimiento de los países asiáticos vendrá acompañado de un importante aumento de su actividad comercial. Su gran tamaño, que comprende más de un tercio de la población mundial, dinamizará la economía de sus socios comerciales. En este sentido, se observa que aquellos países con un mayor crecimiento previsto en 2010 (según el FMI) son, también, los principales socios comerciales de China⁽¹⁾. A pesar de que esta relación no implica causalidad, parece importante que España aproveche las oportunidades comerciales que se detectan en el mercado asiático.

El análisis de los datos muestra un claro contraste entre las relaciones económicas que mantiene España con América Latina y las que mantiene con Asia. Por lo que se refiere a la inversión extranjera directa, España destinó un 15,3% del total a Latinoamérica entre 2001 y 2009, mientras que sólo el 0,5% se dirigió hacia India o China en el mismo periodo. Como muestra el gráfico adjunto, este sesgo también se observa en el caso de los flujos comerciales. Desde 1995, la cuota de China e India en las exportaciones españolas (calculada como la ratio entre las exportaciones a estos países sobre el total de las exportaciones españolas) ha sido inferior al del conjunto de la Unión Europea, dejando entrever una escasa presencia española en el mercado asiático⁽²⁾. En cambio, la cuota de Latinoamérica en las exportaciones españolas ha duplicado en los últimos años a la del conjunto de territorios europeos.

El sesgo del comercio español hacia los países iberoamericanos puede explicarse, en parte, por cuestiones geográficas, culturales e históricas. La proximidad cultural o religiosa, una lengua común, vestigios coloniales, acuerdos comerciales o diferentes alternativas de transporte facilitan (o dificultan) el intercambio comercial

ESCASA PRESENCIA ESPAÑOLA EN EL MERCADO ASIÁTICO EN CONTRAPOSICIÓN CON EL CASO LATINOAMERICANO

Cuota de exportaciones (ratio entre las exportaciones a ciertos países sobre el total de exportaciones de España y la Unión Europea)



NOTA: (*) Argentina, Brasil, Chile y México.

FUENTE: Fondo Monetario Internacional (Direction of Trade Statistics).

(1) Banco de España (2009), *China en la economía internacional. Impacto e implicaciones de la crisis*. Boletín Económico, Diciembre 2009.

(2) Entre 1992 y 1995, la aprobación de Fondos de Ayuda al Desarrollo (FAD) aumentó de forma temporal la cuota de China en las exportaciones españolas, situándola a niveles similares a la cuota en las exportaciones europeas.

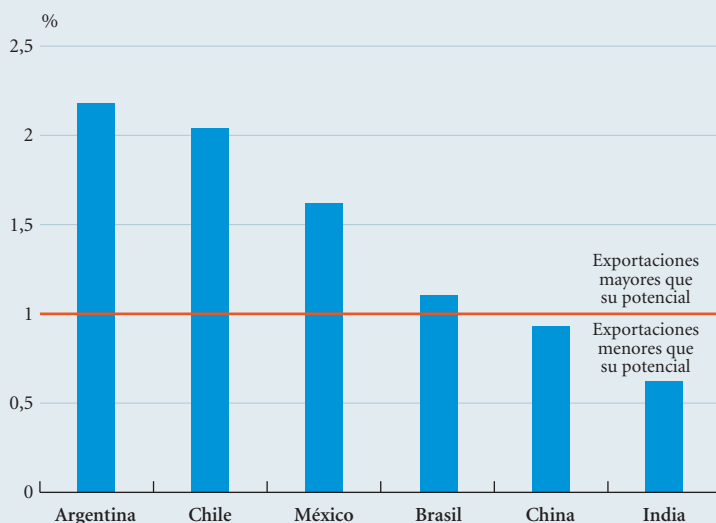
entre dos territorios. Por lo tanto, para determinar si España infraexplota o no sus posibilidades de exportación hacia China e India, se deben considerar aquellos factores que miden los obstáculos al comercio entre dos países.

Un número considerable de estudios emplean el «modelo de gravedad de comercio bilateral» para establecer una métrica que permita valorar el «potencial exportador» de un país a otro (esto es, el valor de las exportaciones dadas las características de ambos países) teniendo en cuenta estos factores. Según dicho procedimiento, el comercio entre dos países aumenta con su dimensión económica, y la cercanía (tanto física como cultural) que existe entre ellos, mientras que disminuye con las dificultades al comercio. Partiendo de la estimación en Noguera (2006), es posible calcular la ratio entre las exportaciones españolas hacia un país y el potencial exportador que establece el modelo. Ésta nos indica el grado de penetración española en dicho mercado, siendo inferior a uno en caso de infrautilizar la capacidad exportadora española hacia este país⁽³⁾.

En el gráfico siguiente se presenta el resultado de realizar este ejercicio con datos de 2007 para diversos países. En él se observa que las exportaciones hacia la muestra de países de América Latina superaron con creces el nivel de exportaciones potenciales (en un 54,3%). Esta cifra sería aún superior si sólo se tuvieran en cuenta los tres países de habla hispana (Argentina, Chile y México). Contrariamente, España infraexplotó las posibilidades de exportación hacia China e India en un 17,9%, confirmando la escasa penetración española en los mercados asiáticos emergentes.

LAS EXPORTACIONES ESPAÑOLAS EN CHINA E INDIA SE SITUABAN EN 2007 POR DEBAJO DE SU POTENCIAL

Ratio de las exportaciones españolas sobre su potencial exportador



NOTA: Cálculo del potencial exportador a través de los coeficientes del modelo entre 2002 y 2004 y los datos actualizados a 2007.

FUENTES: Fondo Monetario Internacional, Penn World Tables y elaboración propia.

(3) Noguera, M. (2006), *China: ¿Cuál es el potencial de comercio con España?* Documento de Economía N.º 4 "la Caixa".

Esta menor penetración española en los mercados de China e India significa que las exportaciones españolas hacia estos dos países se sitúan cerca de 800 millones de euros por debajo de su potencial. Ello equivale a menos del 0,1% del producto interior bruto español (PIB) anual. Sin embargo, las expectativas de crecimiento económico en Asia hacen pensar que el potencial de las exportaciones comerciales en dicha región irá en aumento y, por lo tanto, mantener el escaso grado de penetración de las exportaciones españolas supondría desaprovechar una importante fuente de crecimiento. El Instituto Español de Comercio Exterior (ICEX) apunta hacia sectores como la tecnología industrial, uno de los punteros de la industria española y que goza de un creciente prestigio en China, y hacia los bienes de consumo (como vino, aceite de oliva y confección) como los que presentan un mayor recorrido.

En definitiva, Asia se está perfilando como uno de los principales motores económicos futuros y, como ya ocurrió cinco siglos atrás, España se está quedando rezagada en sus relaciones comerciales con este mercado. Un atraso al que cabe sobreponerse en los próximos años aprovechando las oportunidades comerciales y de inversión existentes en estos países y fortaleciendo aquellos sectores con mayor potencial. En este sentido, la extraordinaria interacción entre España y Latinoamérica puede ofrecer puentes adicionales de acceso al mercado asiático y la posibilidad de crear esquemas triangulares de comercio entre España, América Latina y Asia. De este modo, quinientos años después, el viaje iniciado por Colón podría alcanzar su destino.

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

Sector público

Planes para reconducir el déficit público

La contracción de las bases imponibles y las medidas tomadas para paliar la crisis económica impactan fuertemente en las cuentas públicas de 2009.

La peor recesión de las últimas décadas impactó fuertemente en las cuentas del Estado en 2009. La contracción del consumo, la inversión, los salarios y los beneficios empresariales motivaron la disminución de las bases imponibles de los distintos impuestos. Además, las medidas de estímulo económico tomadas para paliar la crisis también afectaron en gran medida a las cuentas públicas.

Los ingresos no financieros del Estado se cifraron en 162.460 millones de euros en 2009 antes de las cesiones a las administraciones autonómicas y locales según el sistema de financiación vigente. Esta cantidad supuso un descenso del 13,9% en

relación con el año anterior. La recaudación impositiva bajó el 17,1% respecto a 2008. De esta forma, la presión fiscal disminuyó, puesto que el producto interior bruto nominal se redujo en menor medida, el 3,4%.

Los impuestos directos totalizaron 87.521 millones de euros, con una bajada del 14,2% con relación al ejercicio precedente. El impuesto sobre la renta de las personas físicas (IRPF) bajó el 10,5%. No obstante, el descenso del IRPF se coloca en el 6,4% si se corrige el efecto diferencial con 2008 de la deducción de los 400 euros, ya que en 2008 sólo se aplicó a partir de mediados del año, del anticipo de la deducción por vivienda y de la deducción por alquiler de vivienda habitual, así como de mayores aplazamientos.

EJECUCIÓN PRESUPUESTARIA DEL ESTADO

Diciembre 2009

	Mes		Acumulado del año	
	Millones de euros	% variación s/ mismo mes año anterior	Millones de euros	% variación s/ mismo mes año anterior
Ingresos no financieros	6.946	-24,4	102.038	-21,1
Ingresos no financieros corregidos (*)				
IRPF	4.048	-4,3	63.857	-10,5
Impuesto de sociedades	241	-82,1	20.188	-26,1
IVA	1.274	-37,9	33.573	-30,1
Impuestos especiales	1.591	2,6	19.349	-1,1
Resto	4.552	0,8	25.493	13,4
Total	11.706	-14,5	162.460	-13,9
Pagos no financieros	25.719	55,0	189.319	27,8
Saldo de caja	-18.773	153,4	-87.281	365,6
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación (**)	-28.261	70,2	-99.785	226,4

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.

Las entradas por el impuesto de sociedades bajaron el 26,1%, debido en buena parte a la contracción del resultado ordinario de las empresas inmobiliarias, así como a la reducción de los resultados extraordinarios en las restantes empresas. Además, también acusaron el recorte de tipos impositivos y los efectos de los ajustes extracontables y de consolidación debido a la adaptación al nuevo Plan contable.

Por su parte, los impuestos indirectos recaudaron 55.661 millones de euros, con una caída interanual del 21,2%. El impuesto sobre el valor añadido (IVA) disminuyó el 30,1%, afectado por la debilidad del consumo y de la inversión. En este descenso influyó la extensión del derecho a la devolución mensual a partir de enero. Los impuestos especiales retrocedieron el 1,1%.

Los pagos no financieros del Estado ascendieron hasta 189.319 millones de euros en 2009, el 27,8% más en relación con el año anterior. Los gastos de personal subieron el 5,3%, los de bienes y servicios el 7,2% y los financieros el 10,8%. Pero la partida que experimentó un mayor incremento dentro de los gastos corrientes fueron las transferencias, que se expandieron el 35,7%. Dentro de este apartado destacan los 19.255 millones de euros al Servicio Público de Empleo Estatal para las prestaciones de desempleo y el anticipo de 6.590 millones de euros a las comunidades autónomas a cuenta de los recursos previstos en el nuevo sistema de financiación.

Por otro lado, las inversiones reales sufrieron un recorte del 1,6%, si bien la inversión civil subió el 5,5%. Sin embargo, las transferencias de capital aumentaron el 94,1% hasta 17.360 millones de euros, de

los cuales 6.000 millones correspondieron al Fondo Estatal de Inversión Local.

La evolución de los ingresos y de los pagos arrojó un déficit de caja no financiero del Estado de 87.281 millones de euros, más del cuádruple del registrado en el año precedente. En términos de contabilidad nacional, es decir, según los derechos y obligaciones reconocidos, el déficit del Estado ascendió a 99.785 millones de euros, el 9,5% del producto interior bruto, frente al 2,8% anotado en 2008. Este déficit es el mayor de las últimas décadas.

En enero de 2010, los ingresos no financieros del Estado disminuyeron el 2,9% respecto al mismo mes del año anterior, caída sensiblemente inferior a la del conjunto del año precedente. Los pagos no financieros ascendieron el 12,4%, mostrando una desaceleración. Con todo, la necesidad de financiación se cifró en 706 millones de euros frente a una capacidad de 719 millones en el mismo mes de 2009. Cabe señalar que los datos de enero no son indicativos de la tendencia a lo largo del ejercicio.

En este marco, al principio de marzo el Gobierno concretó algunas medidas de su plan de consolidación fiscal para reconducir el déficit público hasta el 3% del PIB en 2013 en sus propuestas para llegar a un «Acuerdo político para la recuperación del crecimiento y la creación de empleo». Así, en el programa de racionalización de la Administración general del Estado se reducirán los altos cargos. En general, los gastos de personal se recortarán el 4%. Asimismo, se aprobará un Programa de racionalización del sector público empresarial con la reducción del número de empresas públicas mediante un proceso de fusiones y concentraciones.

La necesidad de financiación del Estado se coloca en el 9,5% del producto interior bruto en 2009.

Desaceleración de los pagos del Estado en enero de 2010.

El Gobierno concreta algunas medidas de su plan de consolidación fiscal.

Ahorro y financiación

La atonía de la actividad y unas condiciones de financiación más restrictivas que durante la bonanza económica explican la leve bajada de la financiación al sector privado.

Continúa el desapalancamiento de las empresas y familias

Las expectativas del mercado de que el Banco Central Europeo mantendrá invariado su tipo de interés oficial en el 1,0% durante un largo periodo, mayor del esperado, han presionado el euríbor a un año a la baja. De esta forma, se colocó en el 1,225% en promedio mensual en febrero, nuevo mínimo histórico, aunque sólo se situaba a menos de 1 punto básico del anterior récord de noviembre. En las primeras semanas de marzo el euríbor a un año siguió deslizándose hasta marcar un nuevo récord en el 1,213% el día 23.

En este marco, el tipo de interés promedio de los préstamos al sector privado de las entidades de crédito se mantuvo en el

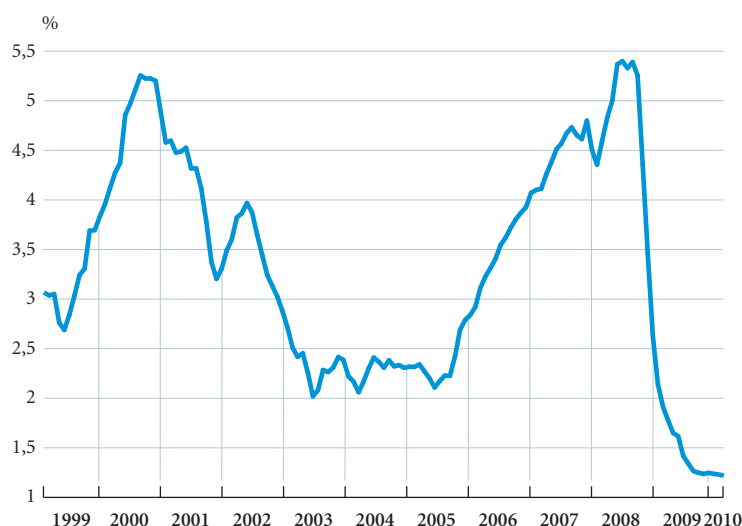
3,32% en el mes de enero. Esta cota suponía un descenso anual de 170 puntos básicos.

A pesar de los reducidos niveles de los tipos de interés, la financiación al sector privado continuó disminuyendo, con un descenso interanual del 1,2% en el mes de enero. Esto obedece, por una parte, al débil pulso de la demanda en un marco de atonía económica y a la corrección de los elevados niveles de endeudamiento alcanzados anteriormente. Por otro lado, también influyen las condiciones de financiación por parte de la oferta, más restrictivas que durante la etapa de bonanza económica.

La financiación a las empresas siguió bajando ligeramente hasta anotar un decre-

NUEVO MÍNIMO HISTÓRICO DEL EURÍBOR A UN AÑO

Euríbor a 12 meses



NOTA: Día 23 de marzo de 2010.
FUENTE: Banco de España.

FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS (1)

Enero 2010

	Saldo	Variación año actual	Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	Millones de euros	% (2)	
Sector privado	2.198.922	-6.670	-20.111	-1,2	79,9
Empresas no financieras	1.297.077	-5.434	-14.142	-1,9	47,1
<i>Préstamos de entidades residentes</i> (3)	909.619	-6.762	-44.929	-4,3	33,0
<i>Valores distintos de acciones</i>	57.568	1.326	14.316	33,1	2,1
<i>Préstamos del exterior</i>	329.890	3	16.472	0,3	12,0
Hogares (4)	901.846	-1.237	-5.969	-0,1	32,8
<i>Préstamos para la vivienda</i> (3)	678.782	875	447	0,3	24,7
<i>Otros</i> (3)	220.343	-2.137	-6.637	-1,3	8,0
<i>Préstamos del exterior</i>	2.721	25	221	8,8	0,1
Administraciones públicas (5)	554.674	-4.976	121.410	28,0	20,1
TOTAL	2.753.597	-11.646	101.299	3,6	100,0

NOTAS: (1) Residentes en España.

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

(3) Incluyen préstamos titulizados fuera del balance bancario.

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

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

mento interanual del 1,9% en enero. La bajada del 4,3% del crédito interior fue compensada parcialmente con una expansión del 33,1% de las emisiones de renta fija y un incremento del 0,3% de los préstamos del exterior. De todas formas, las nuevas operaciones de las entidades de crédito residentes totalizaron 53.327 millones de euros en el mes.

El único gran sector que registró un aumento del crédito en 2009 fueron los servicios, que tuvieron un aumento anual del 0,4%. No obstante, sin el crédito a los promotores inmobiliarios el sector terciario bajó el 0,7%. De hecho, el crédito a las actividades inmobiliarias se desaceleró hasta el 1,7%, 3,1 puntos menos que doce meses antes, pero menos que el resto de servicios. La mayor contracción correspondió a la construcción, con el 14,1%, seguida de la agricultura, con el 11,9%. En mucha menor medida, la industria anotó un retroceso del 2,5%.

Los préstamos a los hogares siguieron mostrando poco vigor, pues muchas familias siguieron ajustando sus balances. Su tasa de variación interanual subió 2 décimas en enero, reduciendo la caída hasta el 0,1%. Los préstamos para la vivienda continuaban presentando un leve aumento anual del 0,1%. El resto recortó el descenso anual en 6 décimas hasta el 1,0%. Entre ellos, la financiación de la compra de bienes de consumo duradero mostraba mayores descensos, del 9,1% en los doce últimos meses hasta diciembre de 2009, debido a una menor demanda y a unos tipos de interés relativamente altos al haberse elevado la prima de riesgo incorporada por la morosidad.

Los datos del Instituto Nacional de Estadística referidos a la constitución de hipotecas corroboran la crisis del mercado inmobiliario en 2009. El año pasado se efectuaron 1.088.717 hipotecas sobre fincas rústicas y urbanas, con una baja del

**Por sectores,
la mayor contracción
del crédito corresponde
a la construcción.**

CRÉDITO POR FINALIDADES AL SECTOR PRIVADO

Cuarto trimestre de 2009

	Saldo (*)	Variación 12 meses	
	Millones de euros	Millones de euros	%
Financiación de actividades productivas			
Agricultura, ganadería y pesca	23.123	-3.121	-11,9
Industria	152.199	-3.942	-2,5
Construcción	130.435	-21.413	-14,1
Servicios	685.570	2.854	0,4
Total	991.326	-25.621	-2,5
Financiación a personas físicas			
Adquisición y rehabilitación de vivienda propia	653.902	-1.242	-0,2
Adquisición de bienes de consumo duradero	49.228	-4.948	-9,1
Otras financiaciones	110.800	708	0,6
Total	813.930	-5.482	-0,7
Financiación a instituciones privadas sin fines de lucro	5.523	-568	-9,3
Resto sin clasificar	26.255	-1.176	-4,3
TOTAL	1.837.034	-32.848	-1,8

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

Liviana reducción de la tasa de morosidad de la compra de vivienda con garantía hipotecaria en el cuarto trimestre.

15,2% con relación al año anterior. Las cajas de ahorros concedieron el mayor número de préstamos hipotecarios, el 52,7% del total, seguidas de la banca, con el 36,7% y las otras entidades financieras el 10,5%.

El plazo medio continuó disminuyendo hasta 21 años, tres menos que el anotado en 2008. La gran mayoría de las hipotecas, el 95,9%, utilizó un tipo de interés variable, que fue el euríbor en el 87,7% de los nuevos contratos. Por otra parte, el importe medio de las hipotecas sobre viviendas siguió bajando hasta 117.688 euros, el 15,7% menos que en el año precedente.

Los efectos de la recesión se manifiestan en la intensificación de la morosidad. Así, la tasa de morosidad del conjunto de las entidades crediticias se situó en el 5,3% al final de enero de 2010, 2 décimas más que en el mes anterior y 1,4 puntos más

que un año antes, volviendo a los niveles de 1996.

De hecho, la morosidad varía sustancialmente según la clase de activos. Así, con datos que llegan al final de 2009, la tasa de morosidad de las actividades inmobiliarias se situaba en el 10,1% y la de la construcción en el 8,5%. Por su parte, la tasa correspondiente a los bienes de consumo duradero era del 7,6%, una décima inferior al tercer trimestre. Por su parte, la tasa de la adquisición de vivienda con garantía hipotecaria era sensiblemente menor, del 2,8%, 2 décimas menos que en el tercer trimestre.

Ralentización de los depósitos bancarios

Las retribuciones de los depósitos bancarios disminuyeron suavemente al principio de 2010. Las remuneraciones tendie-

ron levemente a la baja tanto para las familias como para las empresas, con carácter general en todos los plazos, y se situaron en el 1,24% en promedio. No obstante, superaron tanto el tipo de interés oficial del Banco Central Europeo, en el 1,0%, como la inflación anual.

En este contexto, la expansión de los depósitos aminoró su ritmo de crecimiento hasta el 2,1% y contrastaba con la retracción de los créditos, con lo que la brecha entre ambos se reducía. La mayor preferencia por la liquidez por parte de los ahorradores, dadas las incertidumbres económicas, comportó que las cuentas a la vista y de ahorro se elevasen el 9,1% y el 14,6%, respectivamente, en los últimos doce meses. Por el contrario, las imposiciones a plazo bajaban el 2,3%, afectadas por el descenso de las remuneraciones.

La competencia de los depósitos bancarios y la volatilidad de los mercados bursátiles motivaron nuevas salidas de los fon-

dos de inversión mobiliaria en el segundo mes de 2010. Los reembolsos netos se cifraron en 1.810 millones de euros en febrero, concentrados en la renta fija en euros a corto plazo y en los fondos monetarios, los cuales eran los que presentaban una menor rentabilidad anual. Las mayores suscripciones netas fueron capitalizadas por los fondos globales, con 191 millones de euros.

En los últimos doce meses el rendimiento medio de los fondos de inversión mobiliaria resultó del 5,2%, pero con una gran dispersión. Los fondos de renta variable internacional de mercados emergentes presentaban espectaculares ganancias anuales del 71,9% y la renta variable nacional del 35,6%. Todas las categorías lograban plusvalías, si bien la rentabilidad de los fondos monetarios se colocaba livianamente por debajo del 1,0%. En los últimos diecinueve años el rendimiento medio de los fondos de inversión mobiliaria era del 4,2%, por encima de la inflación del periodo.

Se reduce la brecha entre el saldo de los créditos y los depósitos.

La rentabilidad media de los fondos de inversión mobiliaria en los últimos doce meses hasta febrero se sitúa en el 5,2%.

PASIVOS DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO FRENTE A EMPRESAS Y FAMILIAS

Enero 2010

	Saldo		Variación año actual		Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%		
A la vista	260.883	-1.852	-0,7	21.659	9,1	18,6	
De ahorro	205.492	-2.299	-1,1	26.195	14,6	14,6	
A plazo	711.767	-8.245	-1,1	-16.446	-2,3	50,7	
En moneda extranjera	24.048	2.033	9,2	-7.174	-23,0	1,7	
Total depósitos	1.202.191	-10.362	-0,9	24.234	2,1	85,7	
Resto del pasivo (*)	200.541	-12.588	-5,9	-35.354	-15,0	14,3	
TOTAL	1.402.731	-22.951	-1,6	-11.121	-0,8	100,0	

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

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
4. La economía de la Región de Murcia: diagnóstico estratégico

■ CÁTEDRA "la Caixa" ECONOMÍA Y SOCIEDAD

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

■ DOCUMENTOS DE ECONOMÍA "la Caixa"

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

14. El carácter procíclico del sistema financiero Jordi Gual

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

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

■ "la Caixa" ECONOMIC PAPERS

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

■ "la Caixa" WORKING PAPERS

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

01/2008. Offshoring and wage inequality in the UK, 1992-2004 Claudia Canals

02/2008. The Effects of Housing Prices and Monetary Policy in a Currency Union Oriol Aspachs and Pau Rabanal

03/2008. Cointegrated TFP Processes and International Business Cycles P. Rabanal, J. F. Rubio-Ramírez and V. Tuesta

01/2009. What Matters for Education? Evidence for Catalonia María Gutiérrez-Domènech and Alicia Adserà

02/2009. The Drivers of Housing Cycles in Spain Oriol Aspachs-Bracons and Pau Rabanal

■ ESTUDIOS ECONÓMICOS

35. La generación de la transición: entre el trabajo y la jubilación Víctor Pérez-Díaz y Juan Carlos Rodríguez

36. El cambio climático: análisis y política económica. Una introducción Josep M. Vegara (director), Isabel Busom, Montserrat Colldeforns, Ana Isabel Guerra y Ferran Sancho

Consejo Asesor

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

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

Área de Estudios y Análisis Económico

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

INFORME MENSUAL

Abril 2010

CAJA DE AHORROS Y PENSIONES DE BARCELONA

Servicio de Estudios

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

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

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

GRUPO "la Caixa": DATOS MÁS RELEVANTES

a 31 de diciembre de 2009

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

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

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



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

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

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

Más información en www.laCaixa.es/estudios

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