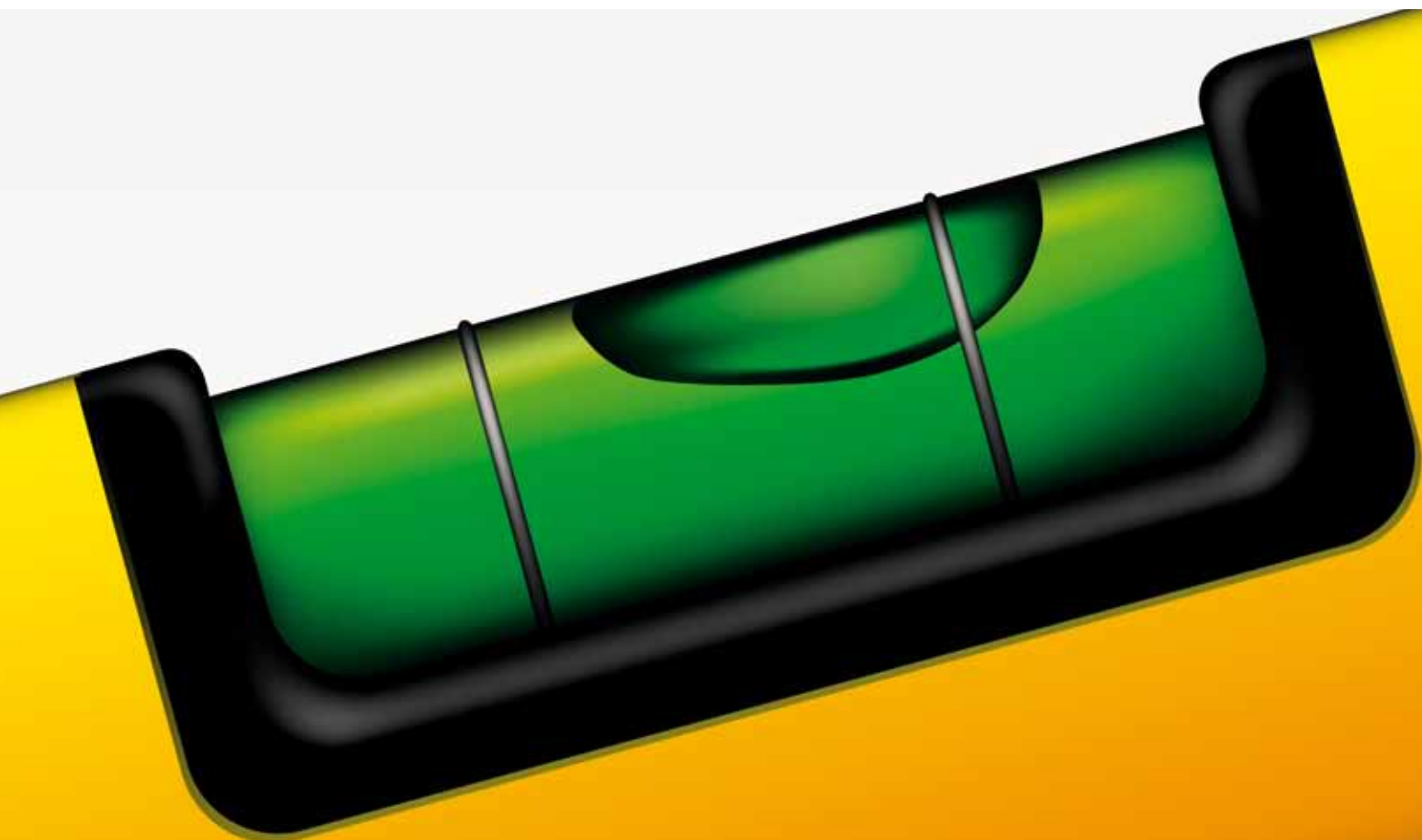


# Informe Mensual



## DESEQUILIBRIOS DE BALANZA DE PAGOS

*Desequilibrios en una unión monetaria* Pág. 22

Los crecientes desequilibrios por cuenta corriente no fueron una cuestión prioritaria hasta que estalló la crisis

*Fondos soberanos de riqueza: ¿pueden ser una herramienta que genere estabilidad?* Pág. 41

La participación de los SWF en el capital de una empresa es un factor que puede generar estabilidad

*La sostenibilidad de un déficit exterior* Pág. 48

La diferencia entre la tasa de crecimiento del PIB y el tipo de interés es clave para la sostenibilidad

*Exportación fuerte, competitividad débil: ¿una extraña pareja?* Pág. 63

Por qué la exportación española resiste a pesar de la aparente pérdida de competitividad

# Previsiones

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

	2009	2010	2011	2010				2011	
				I	II	III	IV	I	II
<b>ECONOMÍA INTERNACIONAL</b>									
					Previsiones			Previsiones	
<b>Producto interior bruto</b>									
Estados Unidos	-2,6	2,9	2,6	2,4	3,0	3,2	2,8	2,3	2,6
Japón	-6,3	4,0	-0,9	5,5	3,3	4,8	2,4	-0,7	-1,7
Reino Unido	-4,9	1,3	1,6	-0,4	1,5	2,5	1,5	1,8	1,4
Zona del euro	-4,1	1,7	1,9	0,8	2,0	2,0	2,0	2,5	1,7
<i>Alemania</i>	-4,7	3,5	3,3	2,3	3,9	3,9	3,8	4,8	3,2
<i>Francia</i>	-2,6	1,4	2,2	1,0	1,5	1,7	1,4	2,2	2,2
<b>Precios de consumo</b>									
Estados Unidos	-0,3	1,6	3,2	2,4	1,8	1,2	1,2	2,2	3,5
Japón	-1,4	-0,7	0,8	-1,1	-0,9	-0,8	0,1	0,0	0,6
Reino Unido	2,2	3,3	4,3	3,3	3,4	3,1	3,4	4,1	4,4
Zona del euro	0,3	1,6	2,6	1,1	1,5	1,7	2,0	2,5	2,8
<i>Alemania</i>	0,4	1,1	2,4	0,7	1,0	1,2	1,5	2,1	2,4
<i>Francia</i>	0,1	1,5	2,2	1,3	1,6	1,5	1,6	1,8	2,2
<b>ECONOMÍA ESPAÑOLA</b>									
					Previsiones			Previsiones	
<b>Agregados macroeconómicos</b>									
Consumo de los hogares	-4,3	1,3	0,4	-0,3	2,1	1,5	1,6	0,7	-0,6
Consumo de las AAPP	3,2	-0,7	-0,2	-1,1	-0,1	-0,7	-0,9	1,1	-0,6
Formación bruta de capital fijo	-16,0	-7,5	-4,4	-10,5	-6,7	-6,7	-6,1	-5,8	-6,0
<i>Bienes de equipo</i>	-24,8	1,9	1,5	-4,6	8,7	2,4	1,2	0,3	-2,7
<i>Construcción</i>	-11,9	-11,1	-8,3	-11,4	-11,3	-11,2	-10,6	-10,2	-9,5
Demanda nacional (contr. al $\Delta$ PIB)	-6,4	-1,2	-0,8	-3,1	-0,3	-0,7	-0,6	-0,6	-1,9
Exportación de bienes y servicios	-11,6	10,3	13,1	9,4	11,9	9,4	10,5	11,2	13,3
Importación de bienes y servicios	-17,8	5,5	7,4	2,0	9,6	5,0	5,3	5,2	3,8
<b>Producto interior bruto</b>	<b>-3,7</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,5</b>	<b>-1,4</b>	<b>0,0</b>	<b>0,2</b>	<b>0,6</b>	<b>0,8</b>	<b>0,5</b>
<b>Otras variables</b>									
Empleo	-6,6	-2,3	-0,7	-3,9	-2,4	-1,6	-1,4	-1,4	-0,8
Tasa de paro (% población activa)	18,0	20,1	20,8	20,0	20,1	19,8	20,3	21,3	20,8
Índice de precios de consumo	-0,3	1,8	3,2	1,1	1,6	1,9	2,5	3,5	3,7
Costes laborales unitarios	1,0	-1,5	-0,5	-0,9	-0,9	-1,9	-2,3	-1,2	
Saldo operaciones corrientes (% PIB)	-5,5	-4,5	-4,3	-6,0	-5,1	-3,7	-3,2	-5,1	-4,2
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	-5,1	-3,9	-3,7	-5,5	-4,4	-3,1	-2,6	-4,6	-3,7
Saldo público (% PIB)	-11,1	-9,2	-6,4						
<b>MERCADOS FINANCIEROS</b>									
					Previsiones			Previsiones	
<b>Tipos de interés internacionales</b>									
Fed Funds	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Repo BCE	1,2	1,0	1,3	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,3
Bonos EEUU 10 años	3,2	3,2	3,5	3,7	3,5	2,8	2,8	3,4	3,4
Bonos alemanes 10 años	3,3	2,8	3,5	3,2	2,8	2,4	2,6	3,2	3,3
<b>Tipos de cambio</b>									
\$/Euro	1,39	1,33	1,41	1,38	1,27	1,29	1,36	1,37	1,44

## Índice

- 1 Editorial**
- 2 Resumen ejecutivo**
- 6 Coyuntura internacional**
  - 6 Estados Unidos
  - 10 Japón
  - 12 China
  - 14 Brasil
  - 15 México
  - 16 Materias primas
- 18 Unión Europea**
  - 18 Zona del euro
  - 22 Desequilibrios en una unión monetaria**
    - 24 Alemania
    - 26 Francia
    - 27 Italia
    - 29 Reino Unido
    - 30 Europa emergente
- 33 Mercados financieros**
  - 33 Mercados monetarios y de capital
  - 41 Fondos soberanos de riqueza: ¿pueden ser una herramienta que genere estabilidad?**
- 45 Coyuntura española**
  - 45 Actividad económica
  - 48 La sostenibilidad de un déficit exterior**
    - 52 Mercado de trabajo
    - 56 Precios
    - 60 Sector exterior
    - 63 Exportación fuerte, competitividad débil: ¿una extraña pareja?**
    - 66 Sector público
    - 69 Ahorro y financiación

## Desequilibrios de balanza de pagos

En los últimos veinte años se ha producido un acusado aumento de los desequilibrios de las balanzas por cuenta corriente a nivel mundial. La balanza de pagos con el exterior de un país, por definición contable, está equilibrada; pero si la descomponemos entre sus dos componentes más importantes, la cuenta corriente y la financiera, resulta que en muchos países se observan déficits o superávits persistentes en el tiempo en cada una de las mismas. ¿Cuál es el problema? Déficits persistentes por cuenta corriente significan acumulación de deuda exterior y pueden señalar un problema de competitividad. Al contrario, superávits continuados pueden llevar a atesorar excesivas reservas y apuntan a la existencia de tipos de cambio infravalorados.

El caso paradigmático es el de Estados Unidos y China. El primero adolece de un déficit crónico por cuenta corriente que llegó a superar los 800.000 millones de dólares en 2006. Una parte importante del mismo tiene su origen en las compras de mercancías a China, país que registra elevados superávits desde mediados de los años noventa. Estos superávits suponen acumular activos financieros en forma de reservas exteriores, compensadas en buena medida por deuda estadounidense. De esta forma se cierra el círculo: el excesivo gasto de consumo de las familias americanas lo financia el Gobierno chino con la compra de deuda pública de Estados Unidos.

Académicos y políticos han debatido hasta la saciedad sobre los orígenes y las consecuencias de los desequilibrios globales. Del debate emergen dos posturas enfrentadas. Simplificando, unos consideran que constituyen un fenómeno anómalo e insostenible que amenaza la estabilidad de los flujos de capitales y que presenta un grave riesgo sobre el mercado de cambios. Otros, por el contrario, estiman que los desequilibrios son resultado de factores estructurales o de políticas adoptadas por las autoridades económicas de otros países y que si estos determinantes no varían los desequilibrios pueden prolongarse durante mucho tiempo.

¿Qué papel o influencia han tenido estos desequilibrios en la crisis global desatada en 2008? En general no se les sitúa entre las principales causas de la misma. Sin embargo, el colapso de la liquidez internacional impactó directamente sobre los países con déficits elevados y con una posición exterior más negativa (Estados Unidos constituye la excepción, gracias a la privilegiada posición del dólar en el sistema monetario internacional). Este poder desestabilizador de los desequilibrios globales ha llevado al G-20 a fijarse como objetivo la reducción de los desequilibrios por cuenta corriente hasta «niveles sostenibles», dentro del marco de acciones destinadas a alcanzar un crecimiento elevado y equilibrado de la economía mundial.

A nivel de la Unión Europea, los desequilibrios han merecido también una atención especial. La creciente integración comercial y financiera facilitada por la creación del euro ha ido acompañada de crecientes desequilibrios externos, que se han convertido en un problema de compleja solución una vez desatada la crisis y vista la imposibilidad de devaluar dentro de una unión monetaria. Con todo, la propia crisis ha provocado una acusada reducción de los déficits externos, tanto por el desplome de la actividad como por el estallido de algunas burbujas de activos. Queda, sin embargo, la necesidad de restablecer las deficiencias de competitividad frente al exterior en los países deficitarios, lo que exige cambios significativos en términos de precios relativos, una mejor asignación de recursos entre sectores productivos y la eliminación de rigideces en los mercados de trabajo y de productos. De otra forma, la capacidad de crecimiento de estos países se verá seriamente comprometida y la salida de la crisis será más lenta de lo deseable.

## RESUMEN EJECUTIVO

**El encarecimiento del petróleo, el seísmo japonés y el recalentamiento de los emergentes ralentizan la recuperación mundial.**

**Estados Unidos crece menos de lo esperado pero sigue generando empleo.**

**Japón entra en recesión por el terremoto y por la dinámica bajista que la economía arrastra desde hace meses.**

### **La recuperación mundial sigue asentándose**

La economía global sigue avanzando a buen ritmo, aunque los últimos indicadores esbozan un escenario de suave moderación de cara al segundo trimestre. Las principales causas son el encarecimiento del petróleo, el seísmo japonés y el endurecimiento de las políticas monetarias en los países emergentes, que siguen sin conseguir alejar el espectro del sobrecalentamiento. La perspectiva de moderación ya ha sido acusada por los mercados de materias primas, en los que se ha corregido parte del *rally* iniciado a mediados del pasado año. En los mercados financieros destacan las nuevas turbulencias que afectan a la deuda soberana de la periferia de la eurozona, desatadas por la incertidumbre que rodea la situación de Grecia.

En Estados Unidos, el crecimiento del primer trimestre decepcionó al consenso con un avance del producto interior bruto (PIB) del 2,3% interanual, frente al 2,8% del cuarto trimestre de 2010. Este resultado lleva las previsiones de crecimiento para el conjunto de 2011 claramente por debajo del 3%. El menor dinamismo se explica por la caída de dos componentes relativamente volátiles como son el gasto público en defensa y la inversión en construcción. Sin embargo, el consumo privado mostró un buen tono, al crecer un apreciable 0,7%, pero dentro de una tónica de ralentización, que se ha visto corroborada por los resultados de las ventas minoristas de abril. En cambio, la buena marcha de los beneficios empresariales y el relativamente menor endeudamiento de las empresas no financieras ayudó a que la inversión en equipo

siguiera mostrándose fuerte, con una aceleración en el primer trimestre que se concretó en un crecimiento del 3,9% intertrimestral. Por lo que se refiere al mercado de trabajo, la creación de empleo sigue siendo lenta con relación a recuperaciones anteriores, pero mantiene un ritmo apreciable.

En el apartado de precios continúa el repunte de la inflación, con un índice general de precios al consumo (IPC) que en abril subió un 3,2% interanual, cuando en enero era del 1,6%. Sin embargo, más de la mitad del repunte es atribuible al encarecimiento del petróleo que, por el momento, no se traslada a los otros sectores de la actividad económica. En este sentido, el IPC subyacente, que excluye los precios de energía y alimentación, subió un más moderado 1,3%, lastrado por la baja utilización de la capacidad productiva. Por este motivo, no prevemos cambios próximos en la política monetaria de la Fed, y no esperamos que inicie las subidas de tipos de interés antes de principios de 2012.

Otro dato de crecimiento esperado era el correspondiente a Japón, para valorar los efectos económicos del terremoto y posterior *tsunami*. Pues bien, el PIB retrocedió un 0,7% interanual en el primer trimestre de 2011, por efecto no solo de los fenómenos citados sino también de la dinámica bajista que la economía viene arrastrando desde mediados de 2010. Esta falta de tono de la actividad económica queda reflejada en la debilidad del consumo privado, y en la fuerte desaceleración de las exportaciones. Los primeros efectos del terremoto y de la crisis nuclear de Fukushima se dejaron sentir ya en las existencias, que contribuyeron casi a la mitad del retroceso del

primer trimestre. En menor medida, la inversión en equipo también se replegó. Para el segundo trimestre del año se espera otra contracción. La conjunción de estos efectos con la situación de debilidad previa hace muy probable que la economía japonesa retroceda cerca de un 1% en el conjunto de 2011, con riesgos a la baja.

En contraste con la situación japonesa, las grandes economías emergentes asiáticas mantienen un crecimiento robusto en un entorno de tensiones inflacionistas. La economía china avanzó un 9,7% interanual el primer trimestre del año, mientras que la inflación, que se resiste a bajar, se situó en el 5,3% en abril frente al 5,4% de marzo; para frenar el recalentamiento, las autoridades volvieron a subir el coeficiente de caja, el quinto ascenso en lo que va de año, que se añade a los cuatro aumentos del tipo de interés de referencia desde octubre, a las limitaciones de crédito y a una leve apreciación del tipo de cambio. En la India, que a finales del año pasado crecía un 8,2%, la autoridad monetaria sorprendió este mes aumentando de nuevo el tipo de referencia en 25 puntos básicos hasta el 7%, en su intento por desacelerar la escalada de la inflación, que en marzo marcó un 9%.

Buena parte de estas tensiones inflacionistas se derivan de la trayectoria de las materias primas. Sin embargo su evolución se ha frenado en las últimas semanas. El precio del petróleo deshizo parte del alza después de una racha de siete meses continuados de subidas. Entre el 20 de abril y el 20 de mayo, el precio del crudo bajó un 10,5% para situarse cerca de los 110 dólares por barril, lo que significa un incremento de alrededor del 19% desde inicios de año. El resto de las materias primas ha seguido la estela del petróleo, con excepciones entre los alimentos. Los metales básicos experimentaron retrocesos generalizados, destacando la pérdida del 10,3% del níquel. Entre los alimentos, el azúcar, el té y el café tuvieron retrocesos pero la previsión de un año seco

hizo que se apreciaran el trigo, el arroz y la cebada. Por su parte, el oro se mantuvo por encima de los 1.500 dólares por onza, muy cerca de los máximos históricos alcanzados, capitalizando así las incertidumbres que siguen afectando a la economía global.

En claro contraste con lo sucedido en Estados Unidos y Japón, el crecimiento económico de la eurozona batió ampliamente lo esperado por el consenso de analistas. La tasa de crecimiento del PIB del primer trimestre se incrementó en medio punto hasta el 2,5%, gracias al arranque de Alemania y Francia, que ponderan casi la mitad de la eurozona. Estos resultados fuerzan la revisión al alza del crecimiento esperado en 2011, del 1,5% hasta el 1,9%. La mala noticia es que los tres países de la eurozona intervenidos (Grecia, Irlanda y Portugal) presentaban retrocesos del PIB en tasa anual en los tres primeros meses del año.

En mayo, precisamente, se ha concretado el programa de ayuda financiera a Portugal, que asciende a 78.000 millones de euros, que se harán efectivos en tres años condicionados a una reducción drástica del déficit público (9,1% del PIB en 2010) y a un conjunto de reformas económicas y financieras. Por lo que se refiere a Grecia, se discute la posibilidad de adoptar un segundo rescate, a la vista de que no se están cumpliendo los objetivos del primero. El deterioro económico y financiero del país se manifiesta, entre otros, en nuevos recortes de su *rating* y en una deuda pública sobre PIB que en 2011 se prevé alcance el 158%. También se ha apuntado la posibilidad de reestructurar la deuda griega a fin de reconducir la situación actual, pero el Banco Central Europeo (BCE) se opone a esta medida por sus consecuencias negativas no solo para Grecia sino también para otros países en dificultades y para el conjunto de la eurozona.

En este contexto, las turbulencias en el mercado de la deuda soberana se han reavivado por el efecto contagio, llevando los

**China e India se enfrentan al riesgo de sobrecalentamiento.**

**Las materias primas hacen un alto en el camino del alza de precios.**

**Europa crece con fuerza pero el deterioro de la situación de Grecia desata otro episodio de turbulencias en la deuda soberana periférica.**

## El BCE, preocupado por la subida de la inflación.

diferenciales de la periférica respecto a la alemana a nuevos máximos. La deuda española, que en las últimas semanas había conseguido cerrar parte del *spread*, ha sufrido un aumento de la prima de riesgo hasta los niveles de marzo, cercano a los 270 puntos básicos. No obstante, y a pesar de estos repuntes puntuales de las tensiones, la evolución del *spread* de la deuda española con la alemana se ha comportado de manera relativamente estable a lo largo de los últimos meses.

El BCE, por su parte, está preocupado por salvaguardar la estabilidad de precios en un momento en que el IPC armonizado de la eurozona ha escalado hasta el 2,8% y la inflación subyacente hasta el 1,8% interanual. Así, parte del incremento de precios derivado de las subidas de la energía y de la alimentación se está trasladando al precio de venta al público de los bienes y servicios finales. Tras la subida del tipo de interés de referencia hasta el 1,25%, economistas e inversores descuentan que las próximas subidas, seguramente realizadas en tramos de 25 puntos básicos, podrían llevarse a cabo en julio y en el último trimestre del año.

La combinación de aumentos de los tipos de interés de referencia del BCE y la persistencia de un diferencial de tipos todavía apreciable no ayudan a la economía española a retomar la senda de recuperación necesaria tras la profunda recesión atravesada. A pesar de ello, la economía española también aportó su parte de sorpresas positivas en el primer trimestre, con un crecimiento del PIB del 0,3% respecto a finales de 2010. La tasa de avance interanual se situó en el 0,8%, dos décimas por encima de la cifra registrada el trimestre anterior. Dicho avance se nutrió principalmente del arranque de las exportaciones, sobre todo de bienes e impulsadas por el tirón francoalemán, así como por el aumento del gasto público. En contrapartida, la contribución de la demanda privada interna al crecimien-

to fue negativa, debido al estancamiento del consumo y al retroceso de la inversión.

Vista la evolución de los distintos elementos del PIB de enero a marzo y los indicadores disponibles, las perspectivas son que la reactivación de la economía avance a un ritmo muy contenido. Una de las claves reside en el consumo de las familias, muy condicionado por la evolución de las rentas y por el aumento de la inflación. En abril, el IPC volvió a estar marcado por la continuidad de la evolución alcista del precio del petróleo, de manera que la tasa de variación interanual del IPC aumentó dos décimas hasta el 3,8%, la tasa más alta desde septiembre de 2008. Sin embargo, esperamos que la inflación este mes haya marcado su máximo y que a partir de ahora vaya remitiendo paulatinamente. La deteriorada situación del mercado de trabajo tampoco ayuda a la mejora del gasto de consumo, con un desempleo cuya tasa alcanzó el 21,3% en el primer trimestre. En dicho periodo, la ocupación cayó un 1,4% interanual en términos de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo. No obstante, se espera que en el segundo y tercer trimestres se registre una cierta mejora en el mercado de trabajo.

En definitiva, dada la frágil evolución que se espera de los principales componentes de la demanda interna, la capacidad de recuperación estará a expensas del sector exterior. En este sentido, el hecho de que las dos mayores economías europeas, junto a las nórdicas, hayan experimentado tasas de crecimiento elevadas en el primer trimestre mejora las perspectivas para las ventas al exterior y el volumen de turistas de los próximos meses. Fuera de la Unión Europea, el elevado crecimiento de las economías emergentes y una menor fortaleza del euro contribuirán también al sostenimiento de la actividad en un año clave para la consolidación de la recuperación.

26 de mayo de 2011

## El crecimiento de la economía española en el primer trimestre, mejor de lo esperado.

## El sector exterior debe aportar la mayor parte del crecimiento en los próximos trimestres.

## CRONOLOGÍA

### 2010

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

### 2011

- enero**
- 1 Nueva ampliación de la **zona del euro**, con la entrada de Estonia, hasta diecisiete estados miembros.
  - 14 Caída del régimen de Ben Ali en Túnez, primer eslabón de una cadena de **cambios políticos** en el Norte de África y Oriente Medio, con repercusiones en el precio del petróleo.
- febrero**
- 2 Firma del **Acuerdo Social y Económico** por parte del Gobierno, sindicatos y patronal, incluyendo la reforma de las pensiones.
  - 18 El Gobierno aprueba un Decreto-ley que refuerza la solvencia de las **entidades de crédito**.
- marzo**
- 25 Se aprueba el **Pacto por el Euro Plus** y se ponen las bases para el establecimiento del **Mecanismo Europeo de Estabilidad** en el Consejo Europeo.
- abril**
- 7 El **Banco Central Europeo** sube el tipo de interés oficial al 1,25%.
- mayo**
- 17 El Consejo de Ministros de Economía y Finanzas de la Unión Europea aprueba el plan de **ayuda financiera a Portugal** por un importe de 78.000 millones de euros.
  - 22 Celebración de **elecciones** en trece comunidades autónomas y en los municipios.

## AGENDA

### Junio

- 2 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (mayo).
- 6 Índice de producción industrial (abril).
- 9 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 14 IPC (mayo).
- 16 Coste laboral (primer trimestre).  
IPC armonizado de la UE (mayo).
- 22 Comercio exterior (abril).  
Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 24 Precios industriales (mayo).
- 28 Ingresos y gastos del Estado (mayo).
- 30 Avance IPC (junio). Balanza de pagos (abril).

### Julio

- 4 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (junio).
- 6 Índice de producción industrial (mayo).
- 7 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 13 IPC (junio).
- 14 IPC armonizado de la UE (junio).
- 20 Comercio exterior (mayo).
- 22 Precios industriales (junio).
- 26 Ingresos y gastos del Estado (junio).
- 29 Encuesta de la población activa (segundo trimestre).  
Balanza de pagos (mayo). Avance IPC (julio).  
PIB de Estados Unidos (segundo trimestre).

## COYUNTURA INTERNACIONAL

### Estados Unidos crece un modesto 2,3% pese a los estímulos fiscales.

#### Estados Unidos: crecimiento insuficiente

La recuperación estadounidense sigue adelante, pero con una intensidad que es insuficiente para que, en 2011, puedan llegar a verse mejoras significativas en el mercado de trabajo y en el sector de la vivienda. El producto interior bruto (PIB) del primer trimestre creció un modesto 0,4% intertrimestral, un 2,3% interanual, que hace que las previsiones de crecimiento para el conjunto de 2011 se sitúen por debajo del 3,0%. Esta baja intensidad de la recuperación se da en una economía que todavía sigue recibiendo importantes estímulos fiscales. El déficit público seguirá por encima del 10% del PIB a lo largo de

2011 y la deuda bruta del sector público se acercará al 100% del PIB a finales de año.

Así, la consolidación fiscal queda para más adelante, mientras que la existencia de un techo legal de la deuda pública amenaza con una inverosímil suspensión de pagos por parte del Gobierno. Un acuerdo entre los dos grandes partidos lo impedirá.

El riesgo de bajo crecimiento sigue siendo, por tanto, mayor que el inflacionista. Pese a ello, la composición del crecimiento del primer trimestre hace que el dato sea mejor de lo que parece. La nota más positiva fue que el consumo privado creció un apreciable 0,7%. Esto indica que existe un fondo de fortaleza, si bien inscrito en una

### ESTADOS UNIDOS: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2009	2010	2010			2011	
			II	III	IV	I	Abril
PIB real	-2,6	2,9	3,0	3,2	2,8	2,3	-
Ventas al por menor	-7,0	6,4	6,8	5,6	7,7	8,2	7,6
Confianza del consumidor (1)	45,2	54,5	58,2	50,9	57,0	66,9	65,4
Producción industrial	-11,2	5,3	6,5	6,9	6,2	5,4	5,0
Índice actividad manufacturera (ISM) (1)	46,3	57,3	57,6	55,2	57,9	61,1	60,4
Viviendas iniciadas	-38,4	5,6	12,7	-0,7	-5,1	-5,7	-23,9
Tasa de paro (2)	9,3	9,6	9,6	9,6	9,6	8,9	9,0
Precios de consumo	-0,4	1,6	1,8	1,2	1,3	2,1	3,2
Balanza comercial (3)	-374,9	-495,7	-450,4	-483,7	-495,7	-522,4	...
Tipo de interés interbancario 3 meses (1)	0,7	0,3	0,5	0,3	0,3	0,3	0,3
Tipo de cambio efectivo nominal (4)	77,7	75,6	77,9	76,1	73,2	72,1	69,8

NOTAS: (1) Valor.

(2) Porcentaje sobre población activa.

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

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

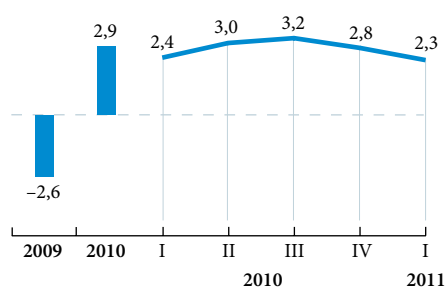
FUENTES: OCDE, organismos nacionales de estadística y elaboración propia.



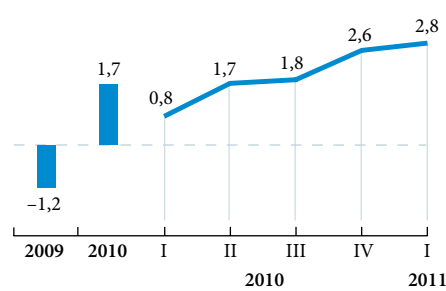
## EVOLUCIÓN DEL PIB DE ESTADOS UNIDOS POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual en términos reales

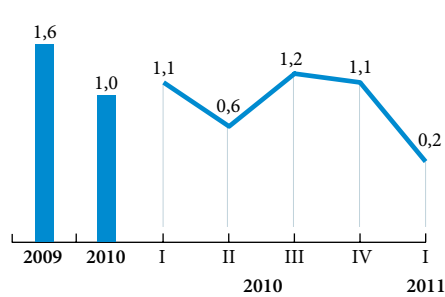
PIB



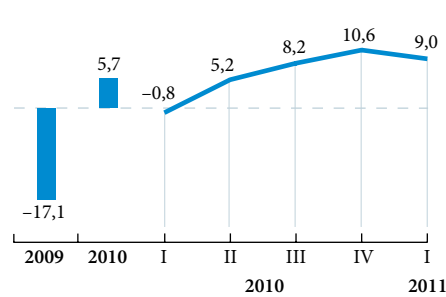
Consumo privado



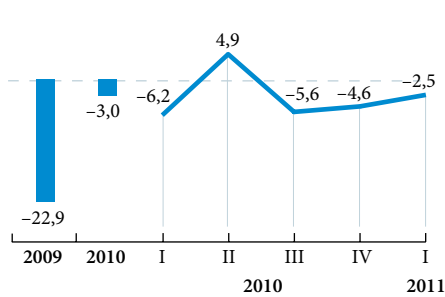
Consumo público



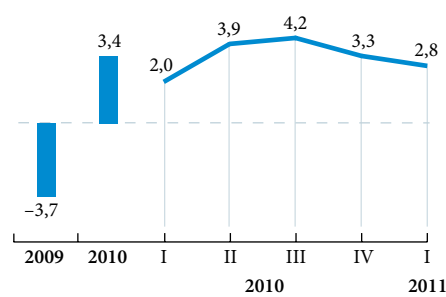
Inversión no residencial



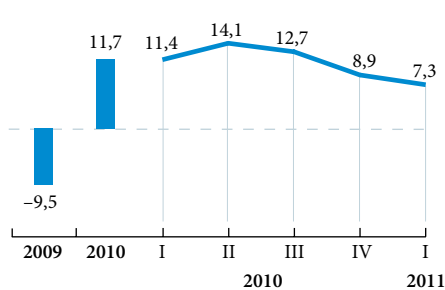
Inversión residencial



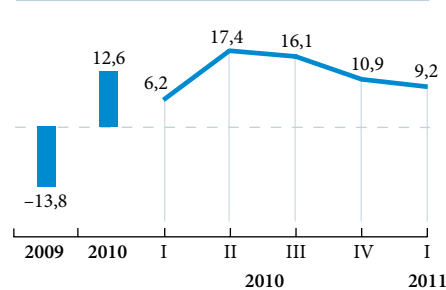
Demanda interna



Exportaciones de bienes y servicios



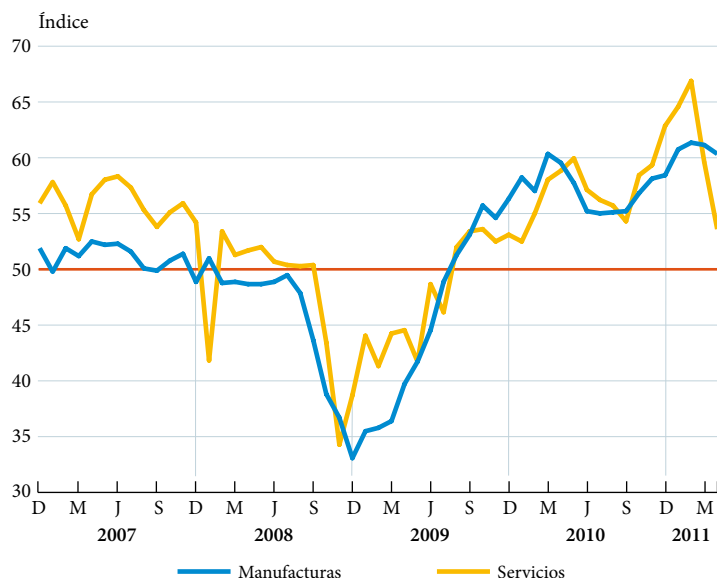
Importaciones de bienes y servicios



FUENTES: Bureau of Economic Analysis y elaboración propia.

## ESTADOS UNIDOS: LOS SERVICIOS FLAQUEAN

Nivel de los índices del ISM (\*)



NOTA: (\*) Un nivel de 50 implica que hay tantas respuestas optimistas como pesimistas.

FUENTES: Institute for Supply Management y elaboración propia.

**La nota positiva sigue estando en el fondo de fortaleza del consumo privado, a pesar de mostrar cierta desaceleración.**

dinámica de desaceleración a causa del reajuste del ahorro, con una deuda bruta de los hogares que a finales de 2010 seguía anclada en un elevado 116,0% de la renta disponible. Este mismo patrón de ralentización, pero conservando un tono de cierto vigor, pudo verse también en las ventas al por menor de abril, que, sin coches ni gasolina, crecieron un 4,6% interanual, algo por debajo del promedio de los últimos nueve meses.

El buen tono de los beneficios empresariales y el relativamente menor endeudamiento de las empresas no financieras ayudó a que la inversión en equipo siguiera mostrándose fuerte, con una aceleración en el primer trimestre que se concretó en un crecimiento del 3,9% intertrimestral. Pese a ello, el sentimiento empresarial ya no es tan nítidamente optimista como lo era hace un par de meses. La brecha entre unas manufacturas fortalecidas, que se benefician de un dólar débil y de ganancias en productividad, y unos servicios relati-

vamente frágiles siguió abriéndose en abril. Así, el índice de sentimiento empresarial del Institute for Supply Management de manufacturas se mantuvo en los 60,4 puntos, un nivel consistente con expansiones robustas, mientras que el índice de servicios volvió a experimentar un fuerte descenso que lo dejó en el nivel de los 53,7 puntos, más propio de crecimientos anémicos del conjunto de la economía.

El problema de esta mayor debilidad de los servicios está en que representan un 83,4% del total de los empleos privados. Por contra, la fuerza manufacturera ha supuesto unas ganancias de 250.000 empleos netos en un año y medio, poco si se tiene en cuenta que se perdieron 8,75 millones de puestos de trabajo durante la crisis. En todo caso, la recuperación del mercado laboral es muy lenta. Así, si bien abril fue un buen mes con la creación de 244.000 empleos netos, la elevada reserva de trabajadores desanimados, o que trabajan a tiempo parcial de forma involuntaria, hace que

estos se vayan reincorporando a la población activa a medida que mejora la demanda de trabajo. Así, pese al incremento de empleos, la tasa de paro de abril subió dos décimas, hasta el 9,0%.

Si la creación de empleos en servicios sigue siendo relativamente lenta, el empleo en construcción sigue en el fondo, después de haber perdido más de dos millones de puestos durante la crisis. Las perspectivas del sector continúan siendo sombrías. El elevado número de viviendas vacantes, que sigue alimentándose de las ejecuciones de hipotecas, en un mercado con numerosos hogares donde la deuda hipotecaria es superior al valor de la vivienda, continúa paralizando la actividad de la construcción. Esta sobreoferta también tira a la baja de los precios, como se evidencia en el índice Case Shiller de viviendas de segunda mano, que en febrero encadenó su octavo mes consecutivo de descensos.

En el apartado de precios continúa el repunte de la inflación, con un índice gene-

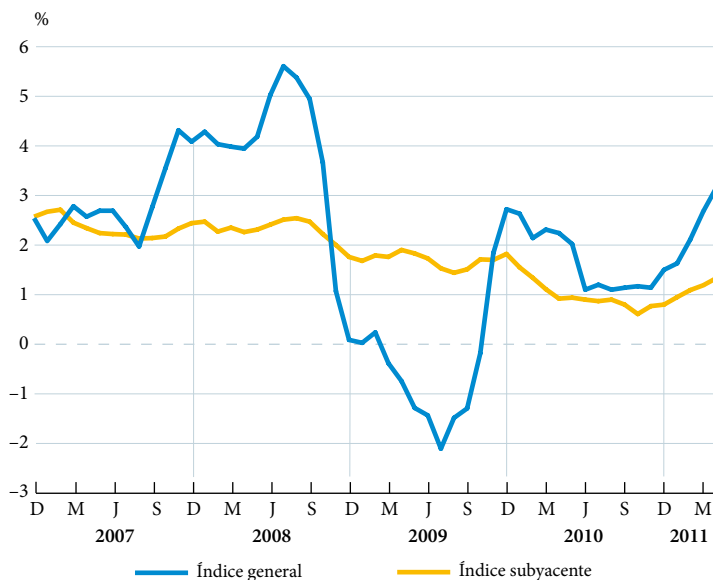
ral de precios al consumo (IPC) que en abril subió un 3,2% interanual, cuando en enero subía un 1,6%. Sin embargo, más de la mitad del repunte es atribuible al encarecimiento del petróleo, que, por el momento, no se traslada a los otros sectores de la actividad económica. En este sentido, el IPC subyacente, que excluye los precios de energía y alimentación, subió un más moderado 1,3%, lastrado por la baja utilización de la capacidad productiva. En Estados Unidos, el lado más negativo del encarecimiento del petróleo y el resto de las materias primas no está tanto en las tensiones inflacionistas, sino en el palo que supone en la rueda del crecimiento. En primer lugar, el elevado precio del petróleo, que, pese a las últimas correcciones, sigue estando por encima del nivel con que acabó 2010, es un riesgo a la baja para el consumo privado, al mermar los presupuestos de compras de los hogares. Adicionalmente, unas materias primas caras suponen una presión de costes sobre los márgenes de muchas empresas.

**La construcción sigue bajo mínimos a causa del elevado número de viviendas desocupadas.**

**El IPC sube un 3,2% por el encarecimiento del petróleo. El IPC subyacente sube un 1,3%.**

## ESTADOS UNIDOS: LOS PRECIOS SIGUEN AL PETRÓLEO

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



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

**Las exportaciones se muestran fuertes, pero el petróleo dificulta que el sector exterior tenga una aportación positiva.**

El sector exterior siguió sin capitalizar la mejora de las manufacturas y la debilidad del dólar. Su contribución al crecimiento del primer trimestre fue mínimamente negativa y, si bien los buenos datos de las exportaciones del mes de abril apuntan a una mejora, la persistencia del petróleo caro hará difícil que el sector pueda ofrecer aportaciones significativas al crecimiento a lo largo de 2011.

estadística de Japón modificó el perfil del crecimiento a lo largo del año, dibujando una trayectoria de desaceleración más marcada de la que previamente se había anunciado. Tras una primera parte de año con avances muy robustos, el fin del rebote exportador y de los incentivos fiscales al consumo dejó a la economía nipona en una situación de franca debilidad justo antes del terremoto de marzo.

**Japón retrocede un 0,7% en una dinámica de fuerte desaceleración.**

**Japón: la tragedia se suma a la debilidad**

La economía japonesa entra en recesión antes de haber contabilizado gran parte de los efectos del terremoto y el *tsunami* de marzo. El PIB retrocedió un 0,9% intertrimestral, un 0,7% interanual, en el primer trimestre de 2011. Aparte del terremoto, la dinámica bajista que la economía viene arrastrando desde mediados de 2010 también explica una gran parte de la debilidad de las cuentas nacionales. Si bien el crecimiento para el conjunto de 2010 se mantuvo en el 4,0%, la revisión de la oficina de

Esta falta de tono de la actividad económica queda reflejada en la debilidad del consumo privado, que acumula un descenso del 1,5% en seis meses, después de haber crecido con fuerza en el tercer trimestre de 2010. Esta flaqueza también viene originada por la fuerte desaceleración de las exportaciones, que en estos inicios de año estaban estancadas, mientras que las importaciones repuntaban. Los primeros efectos de terremoto y de la crisis nuclear de Fukushima se dejaron sentir ya en las existencias, que contribuyeron casi a la mitad del retroceso del primer trimestre. En menor medida, la inversión en equipo también retrocedió.

**La economía se contraerá en 2011 a causa del débil inicio de año y del parón energético.**

## JAPÓN: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2009	2010	2010			2011	
			II	III	IV	I	Abril
PIB real	-6,3	4,0	3,3	4,8	2,4	-0,7	-
Ventas al por menor	-2,3	2,5	3,7	3,2	-0,4	3,0	...
Producción industrial	-21,8	16,6	20,5	13,3	6,8	-2,5	...
Índice de actividad empresarial (Tankan) (1)	-40,8	0,0	1,0	8,0	5,0	6,0	-
Viviendas iniciadas	-27,7	2,7	-0,8	13,7	6,8	3,2	...
Tasa de paro (2)	5,0	5,1	5,1	5,0	5,0	4,7	...
Precios de consumo	-1,3	-0,7	-1,0	-0,8	0,1	0,0	...
Balanza comercial (3)	4,0	7,9	7,4	8,1	7,9	6,5	...
Tipo interbancario 3 meses (4)	0,6	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3
Tipo de cambio efectivo nominal (5)	98,6	106,0	102,8	109,1	111,0	110,3	106,9

NOTAS: (1) Valor del índice.

(2) Porcentaje sobre población activa.

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

(4) Porcentaje.

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

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

## JAPÓN: LA PRODUCCIÓN INDUSTRIAL CAE EN PICADO

Índice de producción industrial



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

Para el segundo trimestre del año se espera otra contracción, de resultados de los cortes energéticos derivados de los problemas no resueltos de la central nuclear de Fukushima. Esto debería afectar principalmente a la inversión y a las exportaciones, los dos motores principales del crecimiento de la última década. La conjunción de estos efectos con la situación de debilidad previa hace muy probable que la economía japonesa retroceda cerca de un 1% en el conjunto de 2011. Los riesgos de este escenario son, empero, a la baja, ya que se asume que los problemas de suministro energético deberían estar mayormente solucionados para el tercer trimestre. Esto debería dar lugar a una segunda mitad de año con crecimientos robustos, pero no es descartable una mayor duración de la crisis.

Los indicadores de actividad de marzo reflejan ya los efectos del terremoto y anticipan un segundo trimestre contractivo, donde las mayores debilidades deberían centrarse en el lado de la oferta. Así, la producción industrial, que en Japón está ínti-

mamente ligada a la evolución del PIB y a las exportaciones, tuvo una caída récord en marzo, perdiendo en un solo mes más de la mitad de lo que se había venido recuperando desde febrero de 2009. También en marzo, la utilización de la capacidad manufacturera pasó del 93,7% al 73,6%, el registro más bajo desde febrero de 2009. En el mismo sentido, los pedidos de maquinaria privados, que anticipan el gasto de inversión en equipo, cedieron un 16,4% en marzo, mientras que las exportaciones de marzo cedieron un 7,7% respecto a febrero.

Los efectos del terremoto sobre los precios están siendo más bien deflacionistas, a causa del retraimiento de los consumidores, cuyo índice de confianza ha caído desde los 41,2 puntos de febrero hasta el nivel de 33,1 puntos de abril. Así, el IPC de marzo no presentó cambios respecto al mismo periodo del año anterior, mientras que el IPC subyacente, el general sin energía ni alimentos, intensificó un poco sus descensos cediendo un 0,7% interanual.

**La producción industrial de marzo sufre una caída récord.**

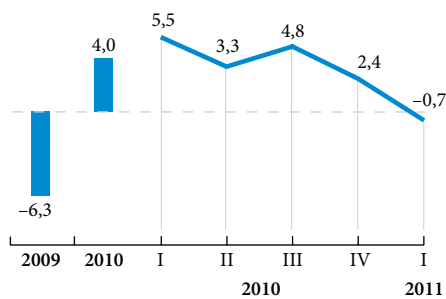
**La demanda interna flaquea, mientras que las existencias ya reflejan los efectos del terremoto.**

**La confianza del consumidor cae y persiste la deflación.**

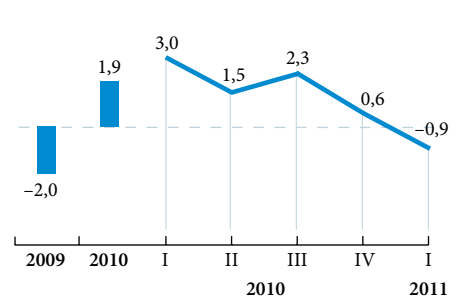
## EVOLUCIÓN DEL PIB DE JAPÓN POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual en términos reales

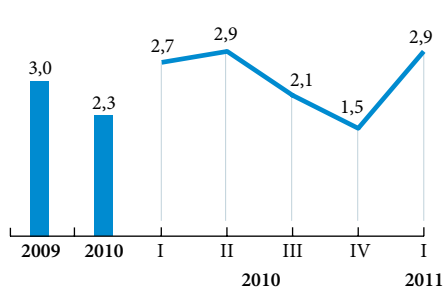
PIB



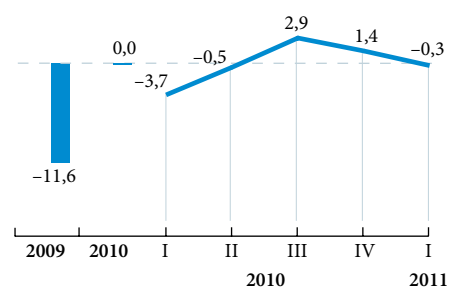
Consumo privado



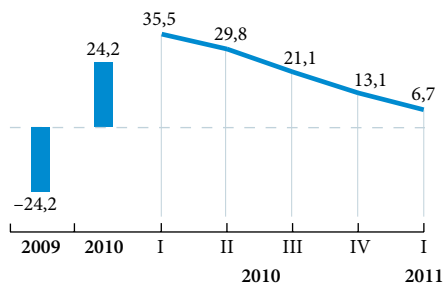
Consumo público



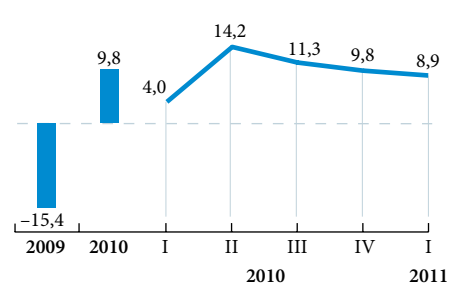
Formación bruta de capital fijo



Exportaciones de bienes y servicios



Importaciones de bienes y servicios



FUENTES: Instituto de Investigación Económica y Social y elaboración propia.

### China aumenta el coeficiente de caja e India vuelve a subir el tipo de referencia.

### China: continúa el endurecimiento monetario

Ante una inflación que se resiste a bajar, se situó en el 5,3% en abril frente al 5,4% de marzo, China ha vuelto a subir el coeficiente de caja, el quinto ascenso en lo que va de año, y lo sitúa en el 21% para los grandes bancos. Ello se añade a los cuatro aumentos en el tipo de interés de referencia desde octubre –hasta el 6,31%–, a las limitaciones de crédito y a la mayor flexibilización del tipo de cambio. Estas políti-

cas de contención frente a los riesgos de sobrecalentamiento se extienden también a otros emergentes. Así, el banco central de la India sorprendió aumentando de nuevo el tipo de referencia en 25 puntos básicos hasta el 7% en su intento por desacelerar la escalada de su inflación, que en marzo marcó un 9%.

En este entorno de tensiones inflacionistas y crecimiento robusto, la economía China avanzó un 9,7% interanual el primer trimestre del año, el gigante asiático

## CHINA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2009	2010	2010			2011	
			II	III	IV	I	Abril
PIB real	9,2	10,3	10,3	9,6	9,8	9,7	-
Producción industrial	12,5	14,5	16,0	13,5	13,3	14,9	13,4
Producción eléctrica	6,8	14,0	17,8	11,8	6,2	12,1	10,5
Precios de consumo	-0,7	3,3	2,9	3,5	4,7	5,1	5,3
Balanza comercial (*)	196	184	155	182	184	169	179
Tipo de interés de referencia (**)	5,31	5,81	5,31	5,31	5,81	6,06	6,31
Renminbi por dólar	6,8	6,8	6,8	6,8	6,7	6,6	6,5

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

(\*\*) Porcentaje a final de periodo.

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

aprobó en marzo el duodécimo Plan Quinquenal (2011-2015) desde su inicio con Mao Zedong a mediados de los cincuenta. Los tres objetivos principales del Plan son: el reequilibrio de los motores del crecimiento, la reestructuración económica y la mejora del bienestar junto a la lucha en la reducción de las desigualdades de la población.

Por lo que se refiere al primer objetivo, la sostenibilidad de las elevadas tasas de crecimiento de la economía pasa por promover el consumo privado en detrimento de su dependencia del sector exterior y de la inversión –principalmente en dicho sector exportador–. Referente al segundo objetivo, el ejecutivo proyecta respaldar una serie de industrias estratégicas, por su elevado valor añadido, a la vez que desea fomentar el sector servicios. Por último, las autoridades del país trabajan en trasladar el crecimiento económico a aumentos notables en el nivel de renta de las familias y disminuir las crecientes desigualdades entre regiones y sectores. A modo ilustrativo, mientras en 1981 la renta media en las grandes ciudades, especialmente costeras, duplicaba la de las zonas rurales, a mediados de la década de los 2000 esta ratio se había más que triplicado.

Pese al endurecimiento de la política monetaria, los indicadores de actividad del mes de abril seguían mostrando una economía en fuerte expansión. Así, las ventas al por menor avanzaron en términos corrientes un 17,1% interanual, frente al 16,3% del primer trimestre del año. La inversión en capital fijo avanzó en el acumulado de enero a abril un 25,5% interanual respecto al mismo periodo del año anterior, sin mostrar señales de ralentización. Por el lado de la oferta, la producción industrial se moderó ligeramente y avanzó un 13,4% interanual frente al 14,9% del mes anterior. En la misma tónica, el índice de gestores de compras (PMI) bajó ligeramente hasta los 52,9 puntos. Con todo, dicha ralentización puede simplemente estar reflejando el impacto del terremoto de Japón en el sector automovilístico del país, que se nutre de componentes procedentes de la economía nipona.

En el frente exterior, y después de cerrar el primer trimestre con un ligero déficit comercial –728 millones de dólares–, el superávit de abril se situó en los 11.423 millones de dólares, reavivando las presiones sobre China para permitir una mayor apreciación del renminbi. En particular, el desequilibrio bilateral con Estados Unidos

**El 12º Plan Quinquenal se centra en el reequilibrio y la reestructuración económica a fin de mejorar el bienestar.**

**El nuevo superávit comercial reaviva las tensiones por el tipo de cambio.**

sigue siendo una fuente de tensiones, ya que supera el superávit comercial total de la economía china.

### Brasil: real, inflación y otros contratiempos

En mayo, el Gobierno brasileño redujo en medio punto su perspectiva de crecimiento del producto interno bruto para este año, hasta el 4,5%, cifra que coincide ahora con nuestra previsión. Asimismo revisó al alza su pronóstico de inflación para este año, hasta el 5,7%, y el de tipo de cambio, de los 1,70 reales/dólar previstos anteriormente hasta 1,61.

El real brasileño es una de las monedas que más se han apreciado en los dos últimos años (un 40% respecto al dólar desde finales de 2008) y, sin duda, ello ha tenido sus consecuencias. Para empezar, ha abaratado las importaciones, contribuyendo al arranque del gasto interno. Un arranque que permitió encarrilar rápidamente la recuperación, tras una brevísima recesión, pero que acabó detonando notables presiones sobre precios. Por otra parte, el real fuerte acarrea

una pérdida de competitividad para las exportaciones brasileñas, sobre todo para las manufacturas, puesto que la demanda de materias primas sigue intratable.

Ante dicho contexto, las autoridades económicas brasileñas encaran un dilema: si no luchan contra la inflación con todo el arsenal en sus manos, aumenta el riesgo de un ajuste abrupto y forzoso en el futuro. Pero utilizar todo el arsenal significa, desde luego, subir el tipo de interés de referencia y, si suben tipos, la tendencia de apreciación del real se agrava, complicando el desempeño de la industria exportadora.

Por ahora, han optado por una vía intermedia: la senda de subida de tipos ha sido menos agresiva de lo que se esperaba pero se ha visto aupada por medidas restrictivas de carácter macroprudencial y fiscal. Por otra parte, la contención del real se ha fundado, sobre todo, en la intensificación de los controles de capital.

Con todo, los ánimos de los exportadores siguen crispados. Recientemente, el presidente y CEO de Siemens en Brasil exigía nuevas medidas de contención de la mone-

**El Gobierno brasileño reduce su pronóstico de crecimiento en 2011 hasta el 4,5%, en línea con nuestras previsiones.**

## BRASIL: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2009	2010	2010			2011	
			II	III	IV	I	Abril
PIB real	-0,7	7,5	9,1	6,8	5,0	...	-
Producción industrial	-7,3	10,5	14,0	8,2	3,7	2,1	...
Confianza del consumidor (*)	138,3	157,9	154,6	159,5	159,3	160,1	...
Tasa de paro general (**)	8,1	6,7	7,3	6,6	5,7	6,3	...
Precios de consumo	4,9	5,0	5,1	4,6	5,6	6,1	6,5
Balanza comercial (***)	25,3	20,2	19,3	16,8	20,2	22,5	23,1
Tipo de interés SELIC (%)	9,92	10,00	10,25	10,75	10,75	11,75	12,00
Reales por dólar (*)	2,3	1,8	1,8	1,7	1,7	1,6	1,6

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.



da al tiempo que alertaba del riesgo que suponía para el sector exportador la cotización del dólar por encima de 1,50 reales, pudiendo conllevar, incluso, «una desindustrialización de la economía brasileña». Dicha crispación puede explicar la reacción de las autoridades brasileñas a las medidas proteccionistas que introdujo Argentina hace unos meses y que afectan a los alimentos procedentes de Brasil.

A mediados de mayo, Dilma Rousseff decidió responder a dichas restricciones introduciendo un sistema de licencias para la importación de automóviles y autopartes. Aunque la medida se aplica también a productos de México y Corea del Sur, la repercusión para Argentina es notable puesto que el 82% de sus exportaciones de autos y el 65% de sus ventas externas de componentes automovilísticos se dirigen al país amazónico. En los últimos días, los dos socios de Mercosur han retomado las conversaciones para destrabar el conflicto comercial y todo apunta a que el resultado será la normalización de su intercambio. Sin embargo, el conflicto es sintomático de un problema de competitividad en ambos países.

### **México: velocidad de crucero**

En el primer trimestre de 2011, el producto interior bruto creció un 0,5% respecto al trimestre previo gracias al avance de los servicios (0,9%) y las actividades secundarias (0,6%) y a pesar del retroceso de las primarias (-2,3%). En cifra interanual, el crecimiento del PIB fue del 4,4% y el avance fue positivo en las tres grandes ramas de actividad.

De este modo, la recuperación económica se afianza en México al tiempo que encauza una senda de crecimiento más equilibrado, con una progresiva reposición de su motor interno y libre, por ahora, de presiones sobre precios. La buena marcha de la

economía sostiene la popularidad del presidente Calderón, con un 54% de aprobación según sondeos recientes, a pesar de que la preocupación por la inseguridad pública ha ido en aumento.

Con todo, la última reseña de la OCDE sobre México insiste en la necesidad de abordar reformas estructurales de calado para garantizar la sostenibilidad de dicho crecimiento a medio y largo plazo. Entre dichas reformas destacan la necesidad de un sistema tributario más eficiente, la conveniencia de reducir el peso del sector informal y el interés en aumentar la competencia en muchos sectores y mejorar la educación.

En ese sentido, el mismo informe señala que la nueva Ley de Competencia que aprobó el Congreso es un paso muy importante para reducir el poder de mercado de las empresas ya establecidas. En lo referente a educación, aboga por mejorar tanto la formación de profesores como la gestión de centros docentes. Y, en cuanto a las empresas que operan fuera del sector formal, advierte del lastre que suponen para la productividad de la economía mexicana. Al tener menos acceso al crédito, formación y protección legal, innovan menos y no crecen tanto. Por ello, la OCDE recomienda reducir las trabas legales y burocráticas que dificultan la creación y operación de empresas así como establecer un sistema de incentivos que aliente la formalización de dichas compañías.

Con todo, la reforma más necesaria sigue siendo la del sistema tributario. México tiene los ingresos fiscales más bajos con relación al PIB de todos los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) y gran parte de América Latina y, sin embargo, ése no es el principal problema; el principal problema es la elevada dependencia petrolera de dichos ingresos. Esa dependencia no solo introduce volatilidad en la

**Brasil toma represalias ante las restricciones argentinas a las importaciones de alimentos brasileños.**

**La economía mexicana afianza su recuperación con un avance del 4,4% en el primer trimestre de 2011.**

## MÉXICO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2009	2010	2010			2011	
			II	III	IV	I	Abril
PIB real	-6,2	5,4	7,3	5,1	4,2	4,4	-
Producción industrial	-7,3	6,0	7,6	6,5	4,7	4,9	...
Confianza del consumidor (*)	80,5	86,3	84,9	89,2	89,6	92,1	89,7
Índice avanzado de actividad (*)	110,5	116,6	116,4	117,3	118,1	119,8	...
Tasa de paro general (**)	5,5	5,4	5,2	5,6	5,3	5,1	...
Precios de consumo	5,0	3,9	4,0	3,7	4,2	3,5	3,4
Balanza comercial (***)	-4,6	-3,1	-2,4	-2,0	-3,1	-1,7	-0,8
Tipo de interés oficial de Banxico (%)	6,75	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50
Pesos mexicanos por dólar (*)	14,2	12,3	12,8	12,6	12,3	11,9	11,5

NOTAS: (\*) Valor.

(\*\*) Porcentaje sobre población activa.

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

FUENTES: Banco de México y elaboración propia.

### La OCDE insiste en las reformas estructurales para afianzar el crecimiento a medio y largo plazo.

recaudación sino que, además, impone una enorme vulnerabilidad de cara al futuro puesto que la producción de crudo en México decrece año tras año. Por ello, el estudio recomienda ampliar la base fiscal (eliminando, por ejemplo, algunas de las exenciones más distorsionadoras y de regímenes especiales). Asimismo, el sistema tributario también se beneficiaría de un menor peso de la economía informal.

En definitiva, México debería aprovechar la perspectiva relativamente tranquila de la que goza actualmente para reforzar tanto sus pilares de crecimiento como su defensa ante futuros contratiempos.

### La espiral alcista del petróleo se detiene

El precio del petróleo evolucionó a la baja después de una racha de siete meses continuados de subidas. Entre el 20 de abril y el 20 de mayo, el precio del crudo bajó un 10,5%, para situarse en los 110,61 dólares por barril (calidad Brent, para entregas a un mes), lo que deja el incremento desde inicios de año en un 19,4%.

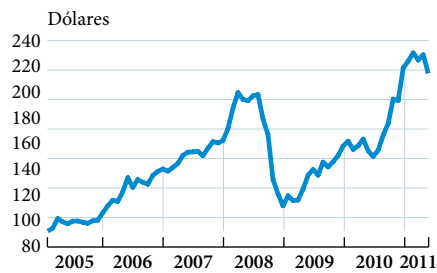
### El petróleo baja hasta los 110 dólares por barril.

La perspectiva de un crecimiento global algo menor de lo esperado, con una recuperación estadounidense que no acaba de ganar fuerza y con unas economías emergentes aquejadas de sobrecalentamiento, y las previsiones de la Internacional Energy Agency, que revisan a la baja el crecimiento de la demanda de crudo para 2011, contribuyeron a un descenso en el precio del petróleo. Los altos niveles alcanzados, que tenían un componente especulativo provocado por la incertidumbre en el Norte de África y Oriente Medio, también pueden haber jugado su papel en esta corrección del precio del crudo. Los descensos deberían seguir durante la segunda mitad de 2011, acercándose a la referencia de los 100 dólares por barril.

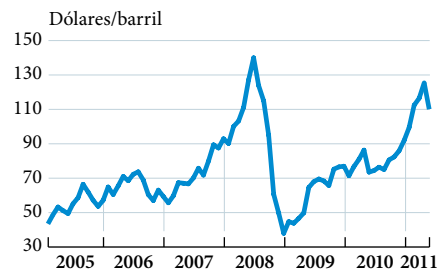
El resto de las materias primas ha seguido la estela del petróleo, con excepciones entre los alimentos. El índice The Economist bajó un 5,7% entre el 20 de abril y el 20 de mayo. Los metales básicos tuvieron retrocesos generalizados, entre los que destaca la pérdida del 10,3% del níquel. Entre los alimentos, el azúcar, el té y el café tuvieron retrocesos, pero la previsión de un año seco hizo que se apreciaran el tri-

## EVOLUCIÓN DE MATERIAS PRIMAS SELECCIONADAS (\*)

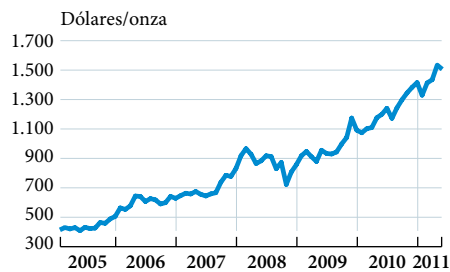
Índice The Economist



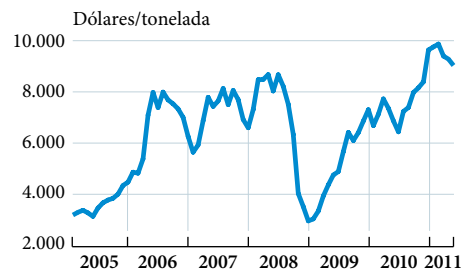
Petróleo Brent



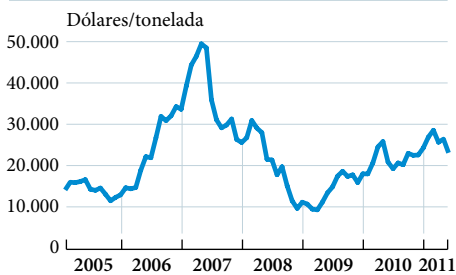
Oro



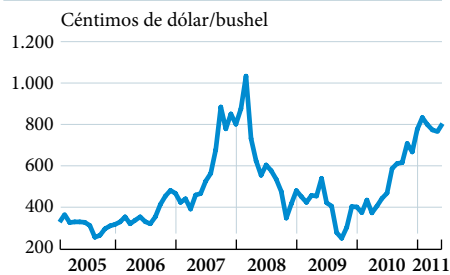
Cobre



Níquel



Trigo



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

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

go, el arroz y la cebada. Por su parte, el oro se mantuvo por encima de los 1.500 dólares por onza, muy cerca de los máximos

históricos alcanzados, capitalizando así las incertidumbres que siguen afectando a la economía global.

**Las materias primas siguen la estela bajista del petróleo, con excepciones en los alimentos y en el oro.**

# UNIÓN EUROPEA

## Grecia y Portugal centran la reunión del ECOFIN.

## El plan de rescate financiero de Portugal se aprueba con un importe de 78.000 millones de euros.

### Zona del euro: más crecimiento e inflación

La palabra «escéptico» viene del griego *skeptikoi* (que significa examinar) y es el nombre dado a los seguidores del filósofo griego Pirrón, fundador de la escuela escéptica de filosofía. Se trata de una corriente de pensamiento basada en la duda. Los miembros de la misma solo opinaban, y evitaban afirmar nada porque creían que es imposible llegar a conocer la verdad. Parece que esta escuela está viviendo un renacimiento, pues los mercados financieros cumplen los requisitos filosóficos de la misma en relación con la solvencia financiera de Grecia. La duda se centra en la capacidad de reconducir la situación griega sin una reestructuración de su deuda soberana.

Precisamente este fue uno de los temas tratados en la reunión del Consejo de la Unión Europea celebrada en mayo. Además de la situación griega, la reunión realizada en Bruselas tuvo una agenda repleta de temas importantes. Entre ellos, la aprobación del paquete de rescate financiero a Portugal. Efectivamente, los ministros de Economía y Finanzas (ECOFIN) aprobaron el plan cuyo montante total asciende a 78.000 millones de euros, de los cuales dos terceras partes los aportará la Unión Europea y el resto, el Fondo Monetario Internacional (FMI). De la parte europea, 26.000 millones de euros se conceden a través del mecanismo europeo de estabilidad financiera.

El plan se instrumentaliza a través de un programa de ayuda con un horizonte trienal hasta mediados de 2014, y está basado

## ZONA DEL EURO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2009	2010	2010			2011	
			II	III	IV	I	Abril
PIB	-4,1	1,7	2,0	2,0	2,0	2,5	-
Ventas al por menor	-2,5	0,8	0,7	1,4	0,6	0,1	...
Confianza del consumidor (1)	-24,8	-14,0	-16,7	-12,1	-10,4	-10,6	-11,6
Producción industrial	-14,7	7,5	9,4	7,1	8,1	6,4	...
Sentimiento económico (1)	80,7	100,8	99,1	102,3	105,6	107,3	106,2
Tasa de paro (2)	9,4	10,0	10,1	10,1	10,0	9,9	...
Precios de consumo	0,3	1,6	1,6	1,7	2,0	2,5	2,8
Balanza comercial (3)	-16,7	14,1	20,0	8,2	4,6	-9,3	...
Tipo de interés euríbor 3 meses	1,2	0,8	0,7	0,9	1,0	1,1	1,3
Tipo de cambio efectivo nominal del euro (4)	111,7	104,7	103,2	102,3	104,4	103,7	107,0

NOTAS: (1) Valor.

(2) Porcentaje sobre población activa.

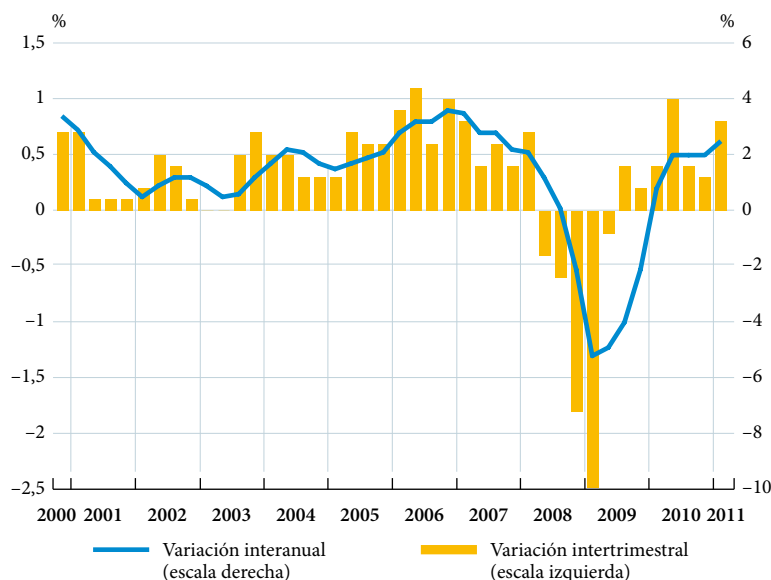
(3) Saldo acumulado de 12 meses. Miles de millones de euros.

(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 ACELERA LA RECUPERACIÓN ECONÓMICA EN LA EUROZONA

Variación del PIB



FUENTE: Eurostat.

en tres pilares básicos. En primer lugar, un plan de ajuste fiscal ambicioso pero creíble. El segundo pilar es la implementación de medidas que permitan al país crecer y ganar competitividad, siendo este uno de los problemas más graves de Portugal. Finalmente, introducir medidas que permitan el desapalancamiento de su sistema financiero y reforzar sus niveles de capital. En relación con este último punto, del total del montante del plan, se han reservado 12.000 millones de euros para implementar este apoyo al sistema financiero luso.

Afortunadamente, tanto Grecia como Portugal podrían beneficiarse de la aceleración del crecimiento económico en la eurozona. En efecto, se publicó el dato del PIB del primer trimestre, que creció un 0,8% intertrimestral, con lo que el crecimiento interanual del conjunto de la eurozona se incrementó medio punto, hasta el 2,5%.

Aunque todavía no se dispone del desglose del dato, sí puede avanzarse que se mantienen las disparidades geográficas y de

composición del crecimiento. Así, por ejemplo, los países que han presentado mayores crecimientos intertrimestralmente han sido Alemania (1,5%), Francia (1%) y Austria (1%), mientras que un segundo conjunto de países, en cambio, han publicado registros más modestos, entre los que están Italia (0,1%) y España (0,3%). La mala noticia la produce Portugal (-0,7%), que entra en recesión con dos trimestres consecutivos de crecimiento negativo, a diferencia de Grecia, que presenta un registro positivo (0,8%). Respecto a la composición del crecimiento, mientras que en Alemania y España la demanda externa ha aportado positivamente, en Francia ha sido negativa, por el incremento del precio del petróleo y el consecuente encarecimiento de la factura de importación energética para el país galo.

Ante estos fuertes incrementos económicos experimentados por Francia y Alemania –que representan un 27% y un 21% del producto interior bruto (PIB) de la eurozona, respectivamente– y la sorpresa positiva

**Sorprende al alza el crecimiento de la eurozona en el primer trimestre...**

**...aunque se moderará la velocidad de crecimiento por la apreciación del euro y la erosión de la renta disponible de las familias.**

**La inflación sigue subiendo y alcanza un 2,8% interanual en el mes de abril.**

de España –que tiene un peso del 12% en el PIB de la eurozona–, se impone una revisión de la estimación del PIB para el conjunto de los países que comparten el euro del 1,5% al 1,9% en 2011.

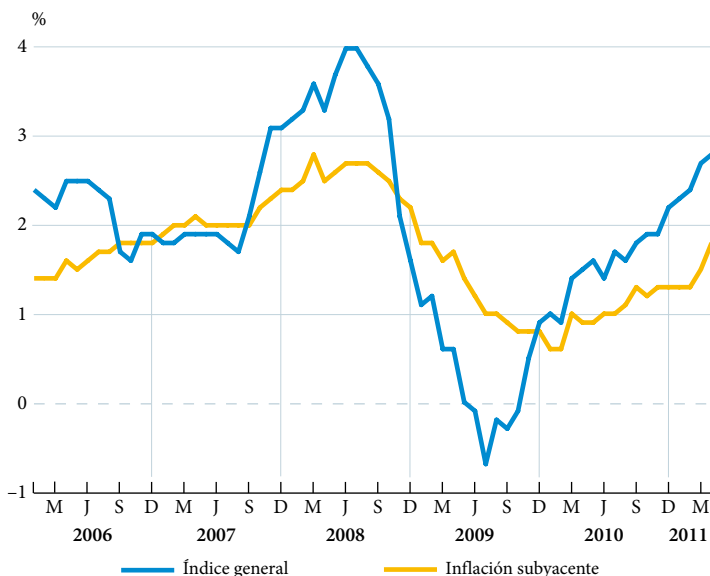
Y esto a pesar de que esperamos una moderación en el crecimiento de la eurozona, por tres motivos. El primer factor es que parte del crecimiento del primer trimestre se debe a la actividad económica que tuvo que posponerse debido a las fuertes nevadas que paralizaron numerosos países de Europa durante el cuarto trimestre del año pasado. Por otra parte, la aportación del comercio exterior debería moderarse en los próximos trimestres tras la tendencia de apreciación del euro. Finalmente, la moderación en el consumo se impone por el deterioro de la renta disponible de las familias, ante crecimientos moderados de los salarios, en un contexto de incremento de la inflación y con una tasa de paro que permanece anclada en el 9,9%. En efecto, el último dato de inflación general del mes de abril creció a una tasa del 2,8% interanual.

Pero, si excluimos los componentes más volátiles del índice, como el energético y el de los alimentos, la inflación también sigue al alza. La inflación subyacente, concretamente, se situó en el 1,8% interanual en el mes de abril. Una tendencia que refleja que parte del incremento de precios experimentada en la eurozona en materia energética y de alimentación se está trasladando, en parte, al precio de venta al público de los bienes y servicios finales.

Tampoco podemos permanecer indiferentes ante tres factores que impulsan una revisión al alza de nuestra previsión de inflación en la eurozona para 2011 del 2,3% al 2,6%. En primer lugar, un cambio metodológico, que ha incorporado la oficina de estadística oficial europea Eurostat, en el cálculo del componente de los precios de los productos estacionales del IPC. Por otra parte, el fuerte incremento de los precios del petróleo durante los meses de febrero a abril, que, a pesar de que ha cedido parte de este incremento, sigue en niveles superiores a los que esperábamos a princi-

## SE MANTIENE LA TENDENCIA DE INCREMENTO DE PRECIOS

Variación interanual del IPC armonizado



FUENTE: Eurostat.

pios de año. Finalmente, el incremento de los precios en los epígrafes que pueden englobarse en el sector de servicios, pues indica que las empresas disponen de un poco más de poder de fijación de precios. Pensábamos que buena parte de los incrementos de precios irían contra márgenes empresariales en un contexto difícil para los consumidores y que las empresas serían contrarias a subir precios por el riesgo de pérdida de ventas, pero el incremento de la inflación subyacente indica que las empresas intentan defender sus márgenes en sus cuentas de resultados.

En definitiva, es un incremento de tan solo tres décimas de la inflación. Pero en algunos países es elevada y está afectando negativamente la renta disponible de las familias. Este, probablemente, es uno de los motivos que explica el ligero retroceso de la confianza de los consumidores en la eurozona, que descendió un punto en el mes de abril.

El segundo tema candente que esperaba una resolución en la Unión Europea es la posibilidad de un segundo rescate financiero para Grecia. Pero en la reunión del ECOFIN de mayo no se tomó una decisión, pues pareció más prudente esperar al resultado del informe de la comisión de técnicos del Banco Central Europeo (BCE), el FMI y la Comisión Europea, que, desplazados en Grecia, están estudiando la capacidad de sostener el endeudamiento y el cumplimiento del programa de rescate.

Para entender el desafío al que se enfrenta la economía helénica es interesante disponer de cuatro datos que nos dibujen un contorno del mismo. En 2010, el PIB de Grecia era de 230.173 millones de euros, mientras que su deuda pública ascendía a 328.588 millones de euros. Por lo que el cálculo de la ratio del *stock* de deuda pública con respecto al PIB ascendía a 142,8%. La propia Comisión Europea indicó que su previsión es que este nivel de *stock* de

deuda se eleve hasta el 166,1% a finales del próximo año. Además, Grecia ha recibido un rescate financiero por un importe de 110.000 millones de euros.

La dificultad estriba en que los términos del plan de rescate financiero exigen que Grecia vuelva a los mercados de capitales en 2012 para financiar parte de sus necesidades financieras. Con todo, los tipos de interés exigidos a los bonos griegos hacen que no sea muy realista la opción de emisión de deuda pública, ya que se exige a los bonos griegos, con vencimiento a 2 años, una rentabilidad del 26,1%.

El comisario de Asuntos Económicos, Olli Rehn, ha insistido en que la adopción de nuevas medidas de ajuste fiscal y la aceleración del programa de privatizaciones por parte del Gobierno griego (valorado en unos 50.000 millones de euros) son condiciones necesarias que deben cumplirse antes de plantearse un segundo rescate por parte de la Unión Europea. De todas formas, varios ministros de Economía, en la reunión del ECOFIN, reflexionaron sobre la posibilidad de lo que denominaron una «reestructuración suave» de la deuda griega, que se interpretó como una extensión de vencimientos de la misma. No obstante, el BCE se ha opuesto con firmeza a cualquier tipo de reestructuración, pues considera que tendría consecuencias negativas no solo para Grecia, sino, además, para el conjunto de la eurozona.

Los inversores actuales en deuda soberana griega parecen seguidores del filósofo griego Pirrón, fundador de la escuela escéptica, pues ponen en tela de juicio que la situación de la sostenibilidad griega pueda ser reconducida sin una reestructuración de la misma. Sin embargo, se los podría convencer si los políticos helenos mostraran una inquebrantable voluntad de implementación de las reformas necesarias, tal como les ha solicitado Olli Rehn.

**La economía griega se enfrenta a un gran desafío.**

**El escepticismo de los mercados de capitales cierra las posibilidades a Grecia para emitir deuda pública.**

**Se empieza a hablar de una «reestructuración suave» de la deuda pública griega.**

## Desequilibrios en una unión monetaria

Antes de que formalmente se instaurara una unión monetaria entre una parte de los estados miembros de la Unión Europea, a finales de los años noventa, existían dudas sobre el recorrido que podía tener la convergencia e integración económica entre los mismos. A medida que la unión monetaria fue madurando, a lo largo de la primera década de este siglo, la evidencia empírica fue constatando los avances en términos de integración. Por una parte, una serie de estudios concluían que la unión monetaria explicaba un aumento considerable del comercio intracomunitario, poniendo de manifiesto los crecientes vínculos comerciales entre los países participantes en la moneda única, beneficiarios del descenso de los costes de transacción y de la desaparición de las primas de riesgo de cambio. Por otra parte, en los años siguientes a la creación del euro se constató también una relativamente elevada sincronización cíclica entre las distintas economías de la unión monetaria. Esto significaba que la dispersión de los *output gaps* desde mediados de los noventa tendía a estrecharse.<sup>(1)</sup>

Esta creciente integración económica era muy relevante a la hora de valorar la solidez del proyecto de la moneda única, puesto que unos estrechos vínculos comerciales y una elevada sincronización cíclica allanaban el camino de la política monetaria única. Esto era especialmente importante ya que a nadie se le ocultaba que el proyecto de la Unión Económica y Monetaria aprobado por el Tratado de Maastricht de principios de los noventa tenía sus deficiencias. En especial, la inexistencia de una integración fiscal: las haciendas públicas seguían siendo una competencia estrictamente nacional. El Pacto de Estabilidad y Crecimiento, instrumento que supuestamente debía disciplinar fiscalmente a los gobiernos del euro, fracasó completamente. Las violaciones del mismo fueron numerosas pero nunca se impusieron multas pecuniarias; y cuando en 2003 las sanciones debían aplicarse a los grandes –Alemania y Francia– éstos forzaron la suavización de sus reglas.

Mientras tanto, la convicción sobre la creciente integración de las economías, en un contexto de expansión cíclica, restó relevancia a un desarrollo que cada vez se hacía más patente: los crecientes desequilibrios exteriores. España, Grecia, Portugal, Irlanda, Francia e Italia, por un lado, sufrieron un notable empeoramiento en sus posiciones por cuenta corriente frente al exterior. Por otro lado, Alemania, Países Bajos o Austria experimentaron una mejora considerable.

¿Era esta una evolución preocupante? A tenor de las respuestas de política económica adoptadas, no puede decirse que fuera una cuestión prioritaria. Así, la mayor parte de las divergencias por cuenta corriente entre países se atribuían, correctamente, a las diferencias en el impulso de la demanda interna. En los países deficitarios actuaban factores que estimulaban el gasto: el descenso de los tipos de interés reales, un creciente endeudamiento del sector privado y un marcado avance en los mercados de activos reales. El resto de la divergencia venía explicada por las diferencias en términos de competitividad exterior. En los países superavitarios, la debilidad de la demanda interna era patente, y su competitividad exterior, tradicionalmente elevada.

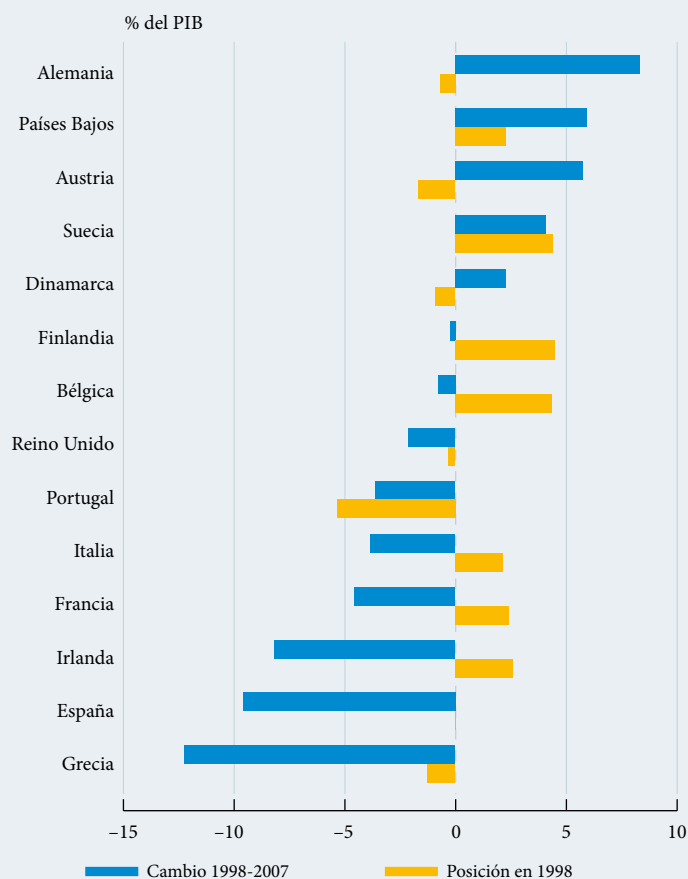
Si los desequilibrios corrientes pudieron ir ampliándose hasta rebasar marcas anteriores fue porque la financiación de los mismos no presentaba problemas. La creación del euro supuso la implantación de un mercado europeo de capitales donde éstos fluían libremente sin las cortapisas del cambio de moneda y en el que los tipos de interés convergían. En un contexto financieramente expansivo con baja percepción del riesgo, un escenario de colapso de los mercados mayoristas, con crisis de deuda soberana y rescates de países miembros, no estaba en las cartas de navegación de prestamistas y prestatarios.

(1) Quarterly Report on the Euro Area. «How has the financial crisis affected cyclical differences within the euro area?». Volume 9 No 2 (2010).



## DIVERGENCIA EN LA EUROZONA

Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación en determinados países de la Unión Europea



FUENTES: AMECO y elaboración propia.

Además, ¿por qué tenía que ser preocupante la persistencia de desequilibrios? La existencia de desequilibrios dentro de una unión monetaria no constituye un hecho excepcional. En muchos países europeos las asimetrías regionales (por cuenta corriente, por desempleo, etc.) se mantienen en el tiempo, como lo demuestran casos como los de España, Alemania o Italia. La diferencia está en que un estado nacional dispone de mecanismos fiscales de reequilibrio de los que carece la zona del euro. Como siempre han afirmado sus detractores, la eurozona está lejos de constituir un área monetaria óptima, tal como se entiende en la teoría económica, y por ello presenta un riesgo de fracaso. La unificación de la política monetaria y la instauración de un mercado financiero único pueden no ser suficientes para cimentar la unión monetaria si las transferencias fiscales entre países son mínimas, apenas existe movilidad del trabajo y el compromiso de solidaridad se desvanece en cuanto aparece un conflicto importante de intereses nacionales. La crisis económica y financiera desatada a partir de 2007 ha aflorado de forma brutal esta realidad, obligando a replantearse el diseño de la unión monetaria.

Sin embargo, cabe señalar que el colapso de las demandas internas nacionales ha permitido corregir notablemente los déficits por cuenta corriente. El problema ahora no son tanto los desequilibrios corrientes sino las secuelas

de estos: el deterioro de la posición exterior y el elevado endeudamiento de los sectores privado y público en determinados países. Buena parte del problema de la deuda soberana tiene su origen en los años de alegría gastadora derivados de la implantación de la moneda única. Vista la experiencia, las instituciones comunitarias se hallan inmersas en un proceso de reformas que debería prevenir sucesos como los vividos. Una alternativa sería profundizar en la construcción europea, avanzando en la integración fiscal y en la unión política. Sin embargo, esta alternativa por ahora parece inviable, más allá de los mecanismos de asistencia financiera a Estados miembros de la zona del euro que se están poniendo en marcha, y que tratan de salvaguardar la estabilidad del conjunto de la eurozona. Se estrechan, eso sí, los mecanismos de coordinación y supervisión multilateral de las políticas económicas y especialmente de la fiscal, con la idea de prevenir nuevas crisis. Pero el resto se deja en manos de las autoridades económicas nacionales, que deberán implementar las necesarias reformas en los mercados de productos y de factores y en sus políticas económicas a fin de mejorar su competitividad y de facilitar el ajuste interno en caso de crisis. Reformas en sí mismas positivas que configuran una solución muy poco «comunitaria» que, por ahora, parece la única posible.

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

### **La economía alemana supera el nivel precrisis antes de lo esperado**

interna está tomando el relevo de la exterior como motor de la actividad económica.

#### **El PIB germano registra un crecimiento interanual del 4,8% en el primer trimestre, el mayor desde la reunificación de Alemania.**

Las expectativas favorables de una aceleración de la economía germana en el primer trimestre de 2011 fueron sobrepasadas por la cifra del avance del crecimiento del PIB publicada por la Oficina Federal de Estadística. En efecto, la primera estimación arrojó un crecimiento intertrimestral del 1,5%, el mayor desde el segundo trimestre de 2010. El aumento interanual del primer trimestre de 2011 resultó del 4,8%, el mayor desde la reunificación alemana. De este modo, el PIB de la economía teutona superó el nivel previo a la crisis, lo que solo ha sido logrado por pocos países desarrollados.

Aunque las cifras detalladas de la contabilidad nacional todavía no están disponibles, se ha avanzado que tanto la inversión en bienes de equipo como en construcción contribuyeron claramente y también el consumo, privado y público. El sector exterior tuvo una aportación positiva, pero inferior. De esta forma, se confirma que la demanda

La buena evolución del mercado laboral está apoyando el consumo. Así, la ocupación subió el 1,4% en los tres primeros meses del año en relación con el mismo periodo del año anterior. Al principio del segundo trimestre continuó la favorable tendencia a la creación de empleo y el indicador BA-X de la demanda de trabajo prosiguió su ascensión. En este contexto, la tasa de paro se colocó en el 7,1% en abril, 7 décimas menos que doce meses antes. A pesar de este nivel del paro no muy bajo, se están registrando casos de demandas de puestos de trabajo muy cualificados no cubiertas en algunos subsectores, por lo que se prevé recurrir a los alemanes en el extranjero o a la inmigración.

A este respecto, cabe señalar que a partir del 1 de mayo se retiraron las últimas restricciones a la libre circulación en la Unión Europea, y por tanto en Alemania, para los trabajadores de ocho estados miem-

## ALEMANIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2009	2010	2010			2011	
			II	III	IV	I	Abril
PIB	-4,7	3,5	3,9	3,9	3,8	4,8	-
Ventas al por menor	-3,2	1,4	0,5	2,6	1,1	0,3	...
Producción industrial	-15,4	10,1	12,1	10,3	11,7	12,8	...
Índice de actividad empresarial (IFO) (*)	90,7	107,8	106,3	111,1	113,3	114,8	114,2
Tasa de paro (**)	8,1	7,7	7,7	7,6	7,4	7,3	7,1
Precios de consumo	0,4	1,1	1,0	1,2	1,5	2,1	2,4
Balanza comercial (***)	142,8	149,2	150,2	149,9	153,4	153,5	...

NOTAS: (\*) Valor.

(\*\*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

bros: Polonia, Hungría, República Checa, Eslovenia, Eslovaquia, Estonia, Letonia y Lituania, que se incorporaron en 2004. Esto podría coadyuvar a paliar el problema de mano de obra de algunos segmentos del mercado laboral, máxime cuando el nivel de los salarios de estos países se halla sensiblemente por debajo del alemán. Efectivamente, el nivel salarial medio de este grupo de países medido en paridad de poder de compra respecto al germano oscilaba en 2008 entre el 67% de Eslovenia hasta el 31% de Letonia y Lituania, lo que muestra el potencial atractivo del mercado alemán.

La inversión sigue pulsando con vigor. Esto se debe a que la utilización de la capacidad productiva se halla por encima de la media a largo plazo a las expectativas de beneficios, a la robusta situación financiera de las empresas y a tipos de interés reales bajos a pesar del reciente giro alcista del Banco Central Europeo.

Desde la óptica de la oferta, se constata el dinamismo de la producción industrial, que se elevó el 13,7% interanual en febrero-marzo. Las perspectivas son favorables dado el alto nivel de los pedidos. No obs-

tante, la ralentización de estos sugiere que la producción industrial podría moderarse en cierta medida en los próximos meses. Por su parte, la construcción se recuperó fuertemente en los primeros meses del ejercicio después de estar afectada por el mal tiempo en el trimestre previo. La demanda de viviendas parece estar asegurada por la mejora del mercado de trabajo y de la renta disponible, así como por los bajos tipos de interés. En cuanto al sector servicios, en el primer trimestre los hoteles y la restauración incrementaron su cifra de negocios el 2,1% real con relación al primer trimestre de 2010.

Por lo referente al sector exterior, las exportaciones se beneficiaron de la buena posición alemana, sobre todo en el segmento de tecnología media, y especialmente de la demanda de los países emergentes. El nivel de las exportaciones de bienes en marzo alcanzó el máximo desde la creación de la República Federal, con un alza interanual del 15,8%. Asimismo, las importaciones también marcaron un nivel récord y subieron el 16,9% en relación con marzo de 2010. De esta manera, las importaciones impulsan el crecimiento de otros países, entre ellos, de la Unión

**Se confirma que la demanda interna toma el relevo del sector exterior como motor económico.**

**El nivel de las exportaciones de bienes en marzo marca el máximo desde la creación de la República Federal.**

**Perspectivas favorables para el sector industrial, dado el alto nivel de los pedidos.**

**Revisamos al alza la previsión de aumento del PIB alemán en 2011 hasta el 3,3%.**

**La inversión y el consumo impulsan un crecimiento interanual del PIB francés del 2,2% en el primer trimestre, mayor del esperado.**

Europea. En el futuro, el mayor papel de la demanda interna supondrá una menor contribución del sector exterior al aumento del PIB alemán.

Como contrapunto, se registran tensiones inflacionistas. En abril la inflación de los precios de consumo ascendió hasta el 2,4%, 3 décimas más que en marzo, y volvió al nivel de octubre de 2008. La elevación de los precios en el último periodo se debió fundamentalmente a los precios energéticos. Así, en los últimos doce meses los precios de los servicios aumentaron sensiblemente menos, el 1,7%. No obstante, 2 décimas del incremento de abril son atribuibles al viaje organizado, con ocasión de las vacaciones de Semana Santa.

Por otro lado, parece que el tirón de la demanda facilita que las empresas traspasen sus mayores costes a los precios de venta. Con todo, la progresión de la productividad contrarrestará las subidas salariales, de modo que la inflación subyacente, sin los alimentos frescos ni los productos energéticos, se mantendrá probablemente contenida.

El rápido crecimiento del PIB del primer trimestre no parece sostenible. La consolidación fiscal y el agotamiento del efecto rebote de salida de la crisis tenderán a desacelerar la expansión económica. De todas maneras, dado que resultó mayor de lo que esperábamos, hemos procedido a revisar la previsión para 2011 al alza hasta el 3,3%. Sin embargo, esta predicción está sujeta a algunos riesgos a la baja, como un posible recrudescimiento del alza de los precios de las materias primas o los efectos de un eventual reavivamiento de la crisis de la deuda soberana de los países de la periferia de la eurozona.

**Francia: fuerte aceleración de la actividad económica en el primer trimestre**

La reanimación de la actividad en el primer trimestre de 2011 resultó mayor de lo que se esperaba. Según la primera estimación, el PIB francés aumentó el 1,0% en el primer trimestre, frente a una tasa del 0,3% en el cuarto trimestre de 2010. Este crecimiento fue impulsado por la demanda interna, ya que la externa, a diferencia del trimestre anterior, contribuyó negativamente con 4 décimas, lastrada por las importaciones de petróleo y de otros bienes manufacturados. Dentro de la demanda interna destacó el vigor de la inversión, que se elevó el 1,1% gracias a la formación bruta de capital fijo de las empresas, que subió el 1,9%, sobre todo la destinada a información y comunicación. El consumo de los hogares también se aceleró, pero en menor medida, por los gastos en servicios. De esta manera, el PIB registró una tasa de variación interanual del 2,2%, 8 décimas más que en el cuarto trimestre de 2010.

La consolidación de la salida de la crisis continúa manifestándose paulatinamente en el mercado de trabajo. De este modo, en el primer trimestre el número de contratos con duración superior a un mes recuperó el nivel anterior a la crisis. Asimismo, el paro registrado bajó por tercer mes consecutivo en marzo. Para acelerar la tendencia a la mejora del mercado laboral en mayo, el Gobierno aprobó una nueva subvención para la contratación de jóvenes menores de 26 años en régimen de aprendizaje o de profesionalización suplementaria por parte de las pymes hasta el final del ejercicio. Además, también puso en marcha una nueva ayuda para contratos de profesionalización para mayores de 45 años.

## FRANCIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2009	2010	2010			2011	
			II	III	IV	I	Abril
PIB	-2,6	1,4	1,5	1,7	1,4	2,2	-
Consumo de manufacturas por los hogares	0,8	1,0	0,3	1,5	0,4	3,5	...
Producción industrial	-12,4	5,2	7,1	4,3	4,8	4,9	...
Tasa de paro (*)	9,5	9,8	9,8	9,8	9,6	9,5	...
Precios de consumo	0,1	1,5	1,6	1,5	1,7	1,8	2,1
Balanza comercial (**)	-49,2	-46,9	-44,8	-49,4	-50,5	-56,0	...

NOTAS: (\*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

Los indicadores disponibles señalan que en el segundo trimestre continúa la expansión económica, si bien a un ritmo un poco inferior. El índice general de sentimiento empresarial siguió ascendiendo en abril. Los industriales manifestaron que en el conjunto del ejercicio aumentarían su inversión un 15% anual en valor. El sector secundario mantuvo altas expectativas en abril. La coyuntura parecía mejorar en los servicios y también en la construcción. Por otro lado, la confianza de los consumidores se estabilizó en abril, por debajo de su media a largo plazo, afectada por la subida de la inflación. En este mismo mes, las ventas de automóviles cayeron el 11,1% respecto a doce meses antes, acusando la supresión de las subvenciones a la compra en 2011. No obstante, la mejora del mercado laboral apoyará probablemente la expansión del consumo en los próximos meses.

En este contexto de mayor dinamismo de la demanda interna, sobre todo de la inversión, y dado que el mayor crecimiento esperado en Alemania puede tener un efecto de arrastre sobre la economía gala, hemos elevado el aumento previsto del PIB francés para 2011 hasta el 2,2%. Sin embargo, cabe apuntar que existen algunos riesgos a la baja, derivados de una posible desaceleración de la economía global mayor de lo esperado.

### Italia: *andante, ma non troppo*

La cifra provisional de crecimiento del PIB italiano en el primer trimestre de 2011 resultó en línea con lo esperado: un aumento intertrimestral del 0,1%, y del 1,0% en relación con el periodo enero-marzo del año previo, medio punto menos que la correspondiente tasa interanual del cuarto trimestre de 2010. El modesto incremento del PIB en el primer trimestre se debió a la buena marcha de la agricultura, ya que la industria y los servicios presentaron un comportamiento plano en relación con el trimestre anterior.

De hecho, la producción industrial retrocedió un 0,1% en el primer trimestre respecto al precedente, si bien mantenía un ascenso interanual del 1,9%, corregido de efecto calendario. No obstante, en marzo los pedidos industriales se elevaron el 8,1% con relación al mes anterior, procediendo el mayor dinamismo del exterior, y en el primer trimestre subieron el 21,2% en relación con el mismo periodo del año pasado. De este modo, cabe un cierto optimismo en cuanto a las perspectivas para el sector secundario. En particular, los sectores químico-farmacéutico y metalmeccánico albergan grandes esperanzas de mejora impulsada por la demanda exterior. Por lo referente a la construcción, en

**Elevamos el crecimiento previsto para la economía gala hasta el 2,2% en 2011.**

**Modesto incremento del PIB transalpino en el primer trimestre.**

## ITALIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2009	2010	2010			2011	
			II	III	IV	I	Abril
PIB	-5,2	1,2	1,5	1,4	1,5	1,0	-
Ventas al por menor	-1,7	0,0	-0,3	0,5	0,0	-0,3	...
Producción industrial	-18,7	6,5	9,0	7,5	5,2	2,2	...
Tasa de paro (*)	7,8	8,4	8,5	8,4	8,5	...	-
Precios de consumo	0,8	1,5	1,4	1,6	1,7	2,3	2,6
Balanza comercial (**)	-10,2	-17,1	-13,6	-20,2	-26,7	-33,1	...

NOTAS: (\*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

**No se aprecian señales de que vaya a variar la debilidad del consumo, pero la inversión presenta mejores perspectivas.**

el primer bimestre registró un incremento interanual muy moderado del 1,0%.

Desde el punto de vista de la demanda, detrás del escaso crecimiento de la actividad en el primer trimestre subyace la debilidad del consumo interno. En abril, la confianza de los consumidores continuó debilitándose, por temores inflacionistas y ante expectativas de pequeños aumentos de las rentas, por lo que no parece que vaya a cambiar demasiado la tónica presente de cautela. La inflación continuó repuntando en abril hasta situarse, la tasa interanual, en el 2,6%, una décima más que en marzo, debido mayormente a los precios energéticos. La inflación subyacente, sin la energía ni los alimentos frescos, era sensiblemente inferior, del 1,8%.

Por otro lado, la inversión pulsa con mayor vigor, estimulada por el impulso exterior. En este sentido, las exportaciones de mercancías se elevaron el 18,4% en el primer trimestre en relación con el mismo periodo del año anterior, aunque las importaciones todavía ascendieron más, el 23,1%. Sin embargo, en volumen aumentaron más las exportaciones que las importaciones. En este contexto, el nivel de ocupa-

ción mostraba en marzo un incremento del 0,6% en relación con el mismo mes del año anterior. No obstante, la tasa de paro subió una décima, hasta el 8,3%, a causa de la vuelta al mercado laboral de trabajadores desanimados.

En conjunto, pues, la economía transalpina muestra algunos signos positivos, pero que parecen insuficientes para provocar una significativa aceleración de la actividad económica. En este marco, en el mes de mayo el Gobierno aprobó una serie de medidas para animar la economía, pero que no deben suponer una presión sobre los presupuestos públicos, en proceso de consolidación.

Entre estas decisiones para mejorar la competitividad figuran bonificaciones fiscales para la inversión en investigación, apoyo al turismo, simplificación tributaria y reducción de las cargas burocráticas. Este paquete, sin duda, va en la buena dirección y posibilita que la economía subalpina tenga un mayor crecimiento potencial, pero de momento no variamos nuestras predicciones para este ejercicio ni para el próximo de aumentos del PIB por debajo de los de la eurozona.

**El Gobierno italiano aprueba un paquete de medidas para animar la economía y mejorar la competitividad.**

## Reino Unido: menos crecimiento y más inflación

Se atribuye al economista John Maynard Keynes, en réplica a una crítica por haber cambiado su posición sobre política monetaria durante la Gran Depresión, el comentario: «Cuando los hechos cambian, yo cambio de opinión. ¿Qué hace usted, señor?». Efectivamente, cuando se tiene más información sobre una economía, esta debe utilizarse para ajustar la previsión sobre crecimiento económico. Porque esta no deja de ser un reflejo del escenario central en función de unas hipótesis que parecen, *a priori*, las más razonables.

Y es que el propio Banco de Inglaterra, en su informe sobre inflación, reconoce que las previsiones de crecimiento para el Reino Unido se han deteriorado. Este informe se publicó el 11 de mayo, tras haberse conocido el dato del crecimiento del primer trimestre del año, que fue de 0,5% intertrimestral. Aunque parece un buen dato, hay que realizar dos matizaciones. En primer lugar, el balance de los últimos seis meses es de estancamiento, porque el crecimiento en el cuarto trimestre del año pasado fue de -0,5%. Además, es preocupante el

comportamiento del epígrafe de construcción, pues si a finales del año pasado podía achacarse su mal comportamiento a la adversidad climática, en el primer trimestre ha acelerado su caída.

Ante la publicación de los datos económicos de coyuntura, y tras la sorpresa negativa del crecimiento del primer trimestre del año, hay que volver a la pizarra para hacer números e incorporar los hechos en las estimaciones. Y, tal como avanzamos en los últimos meses, es necesario reducir la previsión del crecimiento del PIB para 2011 del 2,1% al 1,6%.

¿Cuáles son los motivos que nos impulsan a realizar la revisión? Son varios, pero los más importantes son: el menor dinamismo del consumo privado, el ajuste del gasto público, la menor inversión y unas exportaciones que no compensarán la menor demanda doméstica. La situación económica es lo suficientemente delicada como para que varios organismos supranacionales aconsejaran al Gobierno británico ralentizar la velocidad del ajuste fiscal. Y es que se espera que gran parte del descenso del gasto público se concentre en el segundo trimestre.

**El Banco de Inglaterra reconoce el deterioro del perfil de crecimiento en el Reino Unido.**

**El ajuste fiscal, la crisis logística en suministros y el festivo adicional recortarán el crecimiento en el segundo trimestre.**

### REINO UNIDO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2009	2010	2010			2011	
			II	III	IV	I	Abril
PIB	-4,9	1,3	1,5	2,5	1,5	1,8	-
Ventas al por menor	1,0	0,4	0,8	0,7	-0,1	2,5	2,8
Producción industrial	-10,1	2,1	1,5	3,0	3,3	2,5	...
Tasa de paro (1)	4,7	4,7	4,6	4,6	4,5	4,5	4,6
Precios de consumo	2,1	3,3	3,4	3,1	3,4	4,2	4,5
Balanza comercial (2)	-86,8	-88,7	-85,4	-90,6	-95,5	-97,3	...
Tipo de interés líbor 3 meses (3)	1,2	0,7	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8
Tipo de cambio efectivo nominal de la libra (4)	73,9	80,4	78,2	81,5	79,3	79,2	78,6

NOTAS: (1) Porcentaje sobre población activa.

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

(3) Promedio del periodo.

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

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

**La inflación del mes de abril alcanza un crecimiento del 4,5% interanual.**

Adicionalmente, existen dos temas menores, pero relevantes, que también dificultarán el crecimiento durante el segundo trimestre. El primero es el impacto de la interrupción de la cadena logística de componentes industriales tras el terremoto y el tsunami de Japón. El segundo es el impacto económico del enlace real. Evidentemente, el festivo adicional habrá favorecido los sectores económicos de restauración y hoteles, pero no habrá podido compensar la menor actividad económica para el conjunto del país. Resumiendo, el impacto del plan de ajuste fiscal, la crisis logística en suministros y el festivo adicional cercenarán el crecimiento en el segundo trimestre.

Por otra parte, el frente de precios no ayuda a las familias, que ven cómo en los últimos tres años la renta disponible real ha disminuido debido a que el incremento de inflación ha sido superior al incremento de los salarios. Así, por ejemplo, el dato de inflación del mes de abril se incrementó del 4% al 4,5% interanual. Situación que explica que tres de los nueve miembros del

Banco de Inglaterra, en su reunión de política monetaria, votaran a favor de un incremento del tipo de interés oficial, que actualmente está en el 0,5%. El resto de miembros, según el acta de la reunión, prefirió mantenerlo en el nivel actual para evitar perjudicar la confianza de los consumidores, que en un entorno duro solo les faltaría un incremento de los costes financieros.

En definitiva, al incorporar la información económica de los últimos meses a las previsiones económicas se impone una conclusión: se ha deteriorado el perfil de crecimiento de la economía del Reino Unido, que además irá acompañado de más inflación.

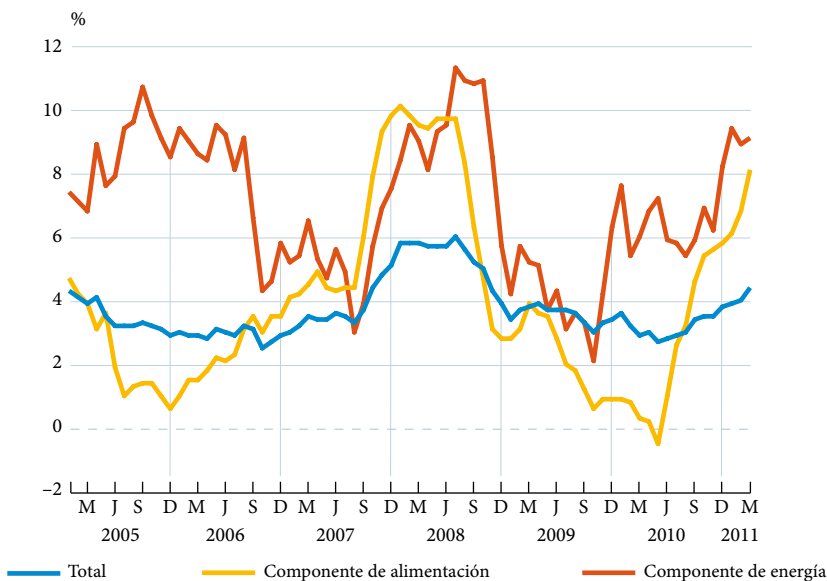
**La expansión de la actividad mantiene el tono en Europa emergente.**

**Europa emergente: inflación y déficit público, riesgos en el horizonte**

El tono de la coyuntura sigue siendo globalmente positivo en Europa emergente. Tras cerca de dos años en franca recuperación, indicadores de actividad como el

**LA INFLACIÓN SIGUE ESCALANDO POSICIONES**

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



FUENTES: Eurostat, Thomson Reuters Datastream y elaboración propia.



sentimiento económico continúan instalados en niveles claramente expansivos. Se trata de un movimiento de reactivación de amplio alcance, ya que abarca a todas las economías de la región y, en particular, a los cinco países que reseñamos habitualmente en estas páginas: Polonia, Hungría, Rumania, la República Checa y Eslovaquia. En todos los casos, se constata un notable vigor industrial y exportador, resultado directo de la expansión en la eurozona. En consecuencia, y de cumplirse con los escenarios que manejamos para la zona del euro, las previsiones de la actividad para lo que resta del ejercicio son positivas. Con todo, dos aspectos vienen enturbiando estas halagüeñas perspectivas. Sin que representen una novedad, ya que llevan tiempo alertando, la evolución de la inflación y la de las finanzas públicas no son del todo tranquilizadoras.

Por lo que se refiere al primero de estos riesgos, los niveles alcanzados en la actualidad revisten ya cierta importancia. Como se puede observar en el gráfico anterior, el *shock* de las materias primas energéticas y alimentarias se ha trasladado con intensidad a los componentes correspondientes del índice de precios de consumo. Aunque el índice general atempera estos efectos, su ritmo de crecimiento interanual, del 4,4% para el promedio ponderado de las cinco economías antes mencionadas, tiende a situarse en la zona alta de los objetivos de inflación que los bancos centrales nacionales tienen establecidos como referencia. Y no cabe esperar una rápida reconducción en el frente de los precios, toda vez que, a pesar de la corrección reciente de las cotizaciones de las materias primas, los precios en origen siguen siendo notablemente elevados.

Cuando se combinan la constatación que la recuperación avanza y la evidencia que la inflación aprieta, es lógico que los bancos centrales empiecen a replantearse la acomodaticia política monetaria que si-

guió al estallido de la crisis de 2008 y 2009. Los cuatro países que mantienen su soberanía monetaria (no es el caso de Eslovaquia, miembro de la eurozona) van a cambiar su política monetaria en este 2011. Polonia, de hecho, viene haciéndolo desde principios de año, y en los primeros cinco meses de dicho 2011 ha situado su tipo de intervención en el 4,25%, frente al 3,75% que mantenía a finales de 2010. Las previsiones apuntan que a finales de año el nivel será del 4,75%. Un movimiento similar debería realizar la República Checa. Aunque todavía no ha movido ficha, se espera que su banco central aumente en 50 puntos básicos su tipo de referencia, del 0,75% al 1,25% este año, empezando seguramente el tensionamiento en verano.

Los dos países restantes, Hungría y Rumania, se sumarían al movimiento de normalización monetaria en el tramo final de 2011. Este retardo se explica por el hecho de que se trata de dos economías que han tenido que afrontar procesos de notable consolidación fiscal y que, en consecuencia, están experimentando una recuperación más tardía y menos sólida que la de sus vecinos regionales. En diciembre de 2011, Hungría posiblemente habrá situado su tipo de referencia en el 6,25% (aumento de 50 puntos básicos respecto a finales de 2010) y Rumania en el 6,50% (aumento de 25 puntos básicos en relación con los de diciembre de 2010).

La contenida respuesta de los bancos centrales, comprensible en los dos últimos casos, tiene menor justificación cuando a la presión en precios se le suman otros desequilibrios. En particular, Polonia y Eslovaquia mostraron durante el año pasado una escasa voluntad de ajustar fiscalmente sus economías. Como resultado de unas políticas de gasto expansivas, y a pesar de la buena evolución cíclica de los ingresos, en 2010 ambos países vieron cómo su déficit público se situaba en la zona del 8% del producto interior bruto (PIB).

**La presión inflacionista se incrementa, fruto de las alzas de precios de materias primas.**

**A lo largo de 2011 los bancos centrales de la región empezarán a normalizar su política monetaria.**

**Preocupa el nivel de déficit público de Polonia y Eslovaquia, dos economías que tratarán de ajustar su gasto en 2011.**

Se trata de cifras elevadas en el contexto de una región que había tendido a exhibir su ortodoxia presupuestaria como un instrumento clave para ganar credibilidad en materia de estabilidad macroeconómica. Aunque la evolución de los indicadores de riesgo-país ha reflejado hasta la fecha una percepción de los mercados financieros relativamente benigna sobre la cuestión, como demuestra la total ausencia de contagio en los distintos episodios de incertidumbre financiera por la deuda soberana de los países periféricos de la eurozona, los planes de los respectivos gobiernos apuntan claramente a que en 2011 se acometerá el inicio de la necesaria consolidación fiscal.

En el caso polaco, el Gobierno ha anunciado en su actualización del programa de convergencia, documento que contiene el escenario presupuestario hasta 2014, que en 2011 el déficit público caería hasta el

5,6% del PIB, a comparar con el 7,9% de 2010. La senda de consolidación no se debería detener aquí, ya que el Gobierno confía que en 2012 el desequilibrio presupuestario sea del 2,9%. A nuestro juicio, mientras que el ajuste fiscal para 2011 se antoja un reto considerable pero realizable, asumir el cumplimiento del objetivo de 2012 requiere excesivo voluntarismo, siendo más probable que la diferencia entre gastos e ingresos públicos se sitúe en el orden del 4% del PIB. En una línea análoga se mueven las proyecciones presupuestarias de Eslovaquia. En su último programa de estabilidad, el Ejecutivo eslovaco propone pasar de un déficit del 7,9% del PIB en 2010 al 4,9% en 2011 y al 3,8% en 2012. Se trata de un escenario factible, aunque notablemente exigente en lo que se refiere al actual ejercicio presupuestario. El reto presupuestario en ambos países es, en definitiva, tan ambicioso como perentorio.

# MERCADOS FINANCIEROS

## Mercados monetarios y de capital

### Lenta superación de la crisis

Ya cercano el ecuador del ejercicio, los mercados financieros evolucionan en un marco general caracterizado por unas perspectivas de crecimiento global moderadamente satisfactorio, la expansión del ciclo corporativo de beneficios, la retirada paulatina de los estímulos de política económica y la laboriosa cicatrización de las heridas infringidas por la crisis de 2008-2009. No obstante, la aparición de algunos *shocks* adversos –los conflictos en Oriente Medio o el seísmo en Japón–, así como las secuelas y efectos secundarios de aquella crisis –en especial, las tensiones sobre la deuda soberana europea y las distorsiones creadas por la abundancia de liquidez– está siendo un duro test para la estabilidad de la escena financiera.

### El BCE pausa las subidas de tipos, mientras que la Fed mantiene su discurso

Haciendo repaso del contexto económico actual en sus distintos elementos, se puede concluir que el ciclo de crecimiento a nivel global se encuentra en fase de consolidación: se modera la velocidad pero se asientan las bases. La gradación de la misma difiere según el área geográfica y el país, situándose en primer lugar los países emergentes, seguidos de Estados Unidos y Europa. Conjuntamente a la dinamización de la actividad económica, han aumentado las presiones inflacionistas que, como consecuencia de los acontecimientos ocurridos en Oriente Medio y en Japón, han incidido a través del encarecimiento de las materias primas. Ante esta circunstancia,

la mayoría de las autoridades monetarias han comenzado a actuar normalizando sus políticas monetarias, salvo la notable excepción de la Reserva Federal.

En Estados Unidos, la máxima autoridad monetaria sigue manteniendo un tono relativamente optimista. Después de la última reunión periódica de política monetaria, el presidente de la Reserva Federal (Fed), Ben Bernanke, comentó que según los datos económicos conocidos se podía afirmar que la economía norteamericana seguía avanzando «a paso firme». En referencia a los riesgos inflacionistas, concretó que aunque desde la Fed se identifica cierto aumento de las expectativas de inflación a largo plazo, la mayoría de los miembros opinan que este hecho es de carácter transitorio y no amenaza la estabilidad de los precios.

Sin embargo, la razón que justifica el mantenimiento de los tipos de interés oficiales en los niveles actuales (0%-0,25%), y que augura un largo período de política monetaria laxa, es la debilidad que domina en el mercado laboral y en la creación de empleo. De igual manera, recalcó el propósito de la entidad de finalizar la compra de bonos a finales de junio. A través de la continua repetición de este mensaje, la Fed pretende que a la llegada de la citada fecha el efecto sobre los mercados de deuda sea moderado. Igualmente, y como ya adelantaron en declaraciones públicas algunos de los miembros de la Fed, en las actas de la última reunión se manifiesta la preferencia por una «estrategia de salida» en la que las subidas de los tipos de interés oficiales tengan lugar cronológicamente antes que las ventas de activos ahora en el balance de la Fed.

**Las secuelas y efectos secundarios de la crisis todavía se dejan notar en los mercados.**

**El crecimiento se va consolidando de forma heterogénea y a un ritmo suave, pero con buenos cimientos.**

**La Fed continúa priorizando la recuperación del mercado laboral, pero sin descuidar la inflación.**

**El BCE vigila «muy de cerca» la evolución de la inflación.**

Por su parte, en la eurozona el Banco Central Europeo (BCE) mantuvo el tipo de interés rector en el 1,25%, después de la subida llevada a cabo en abril. El mensaje transmitido por la institución, que está completamente volcada en salvaguardar la estabilidad de precios a través de la contención de las expectativas de inflación y de los salarios, denotó en las palabras de J. C. Trichet un matiz de cierta ralentización del proceso de normalización. Aunque no cabe duda de que la vigilancia de la evolución de la inflación sigue siendo exhaustiva, el léxico utilizado para describirla se alteró respecto a meses previos: «muy de cerca» en lugar de «fuerte seguimiento». Esto fue razón suficiente para que economistas e inversores descontaran que el proceso de endurecimiento de la política

monetaria va a ser más lento de lo inicialmente previsto.

El consenso de los analistas estima que las próximas subidas de tipos oficiales, seguramente realizadas en tramos de 25 puntos básicos, podrían llevarse a cabo en julio y en el último trimestre del año. No obstante, el presidente del banco central insistió en la persistencia de riesgos inflacionistas en el escenario económico actual, lo cual requiere la total disposición de la política monetaria para combatirlos. Con respecto a las medidas no convencionales de política monetaria, el BCE seguirá manteniendo inalterados los términos de las facilidades de liquidez durante el segundo trimestre, aunque los analistas prevén que a partir de esa fecha, y coincidiendo con la

## 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						
<b>2010</b>									
Mayo	1,00	0,70	1,26	0,25	0,54	0,25	0,50	0,71	0,13
Junio	1,00	0,77	1,31	0,25	0,53	0,24	0,50	0,73	0,28
Julio	1,00	0,90	1,42	0,25	0,45	0,24	0,50	0,75	0,42
Agosto	1,00	0,89	1,42	0,25	0,30	0,24	0,50	0,73	0,59
Septiembre	1,00	0,89	1,43	0,25	0,29	0,22	0,50	0,73	0,32
Octubre	1,00	1,03	1,52	0,25	0,29	0,20	0,50	0,74	0,23
Noviembre	1,00	1,03	1,53	0,25	0,30	0,19	0,50	0,74	0,20
Diciembre	1,00	1,01	1,51	0,25	0,30	0,19	0,50	0,76	0,20
<b>2011</b>									
Enero	1,00	1,07	1,64	0,25	0,30	0,19	0,50	0,78	0,26
Febrero	1,00	1,09	1,77	0,25	0,31	0,19	0,50	0,80	0,10
Marzo	1,00	1,24	2,00	0,25	0,30	0,20	0,50	0,82	0,28
Abril	1,25	1,35	2,12	0,25	0,27	0,20	0,50	0,82	0,24
Mayo (1)	1,25	1,43	2,15	0,25	0,26	0,20	0,50	0,82	0,27

NOTAS: (1) Día 23.

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

(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.

normalización de los tipos rectores, las condiciones para la concesión de préstamos a tres meses podrían modificarse, volviendo al sistema de subastas competitivas y tipos de interés variables.

En el caso de los países emergentes su escenario monetario está determinado por la avanzada fase del ciclo económico en la que se encuentran. Estas economías, que capearon satisfactoriamente la recesión económica mundial de hace dos años, han sido las primeras en sufrir los efectos de las crecientes presiones inflacionistas. Es por ello que sus bancos centrales están centrandose los esfuerzos en desarrollar estrategias de política monetaria tendentes a controlar la expansión del crédito y evitar los peligrosos síntomas de sobrecalentamiento económico, como ocurre, por ejemplo, en China.

Para llevar a cabo este control, las autoridades se apoyan en las consabidas subidas de tipos oficiales, y también en un amplio abanico de medidas cuyo fin es limitar el volumen de las masas monetarias y crediticias. El caso más representativo es el de China, cuyo banco central ha elevado nuevamente el coeficiente de reservas obligatorias de los bancos –hasta el 21%– y aplicado disposiciones administrativas de contención del crédito. De cara a los próximos meses, el éxito de la normalización de las políticas monetarias en estos países vendrá en gran parte determinado por el grado de estabilidad que alcancen los precios de las materias primas.

Bajo este escenario de procesos de normalización monetaria a velocidades desiguales según los países, los mercados interbancarios han evolucionado al compás de las expectativas de los inversores sobre las actuaciones de los bancos centrales: estabilidad en Estados Unidos y suave descenso en la eurozona. Es un hecho destacable que a lo largo de los últimos meses estos mercados hayan mostrado un comportamiento muy satisfactorio en términos de las pri-

mas por los riesgos de crédito y de liquidez. En efecto, las primas que por tales conceptos se incorporan a los tipos *libor* y *euríbor* apenas han sufrido incrementos a resultas de acontecimientos tan graves como el re-crudecimiento de la crisis de deuda soberana en Portugal y Grecia. De cara a los próximos meses cabe esperar que la trayectoria de los tipos de interés *libor* en dólares seguirá bajo el mismo patrón de comportamiento estable, gracias a la continuidad de la política laxa de la Fed. En la eurozona, la pausa en las subidas de tipos oficiales del BCE ha servido para aliviar de manera temporal las presiones en los tipos *euríbor* a doce meses, que probablemente vuelvan a retomar la tendencia alcista en la segunda mitad del año.

### Nuevos episodios de volatilidad en la deuda pública

En mayo se ha prolongado el movimiento a la baja en las tasas internas de rentabilidad (*yields*) de la deuda pública de la máxima calidad crediticia, en concreto de Estados Unidos y Alemania.

En el caso de Estados Unidos, las *yields* de la deuda pública a dos y diez años descendieron a finales de mes hasta niveles del 0,58% y el 3,22%, respectivamente (a principios de abril estaban en 0,85% y 3,60%). Entre los factores que han determinado este descenso (que supone un alza en el precio de los bonos) destacan dos. De una parte, las sorpresas negativas deparadas por algunos datos de actividad, que han generado un aumento de la incertidumbre en relación a la sostenibilidad del ritmo de crecimiento a largo plazo. De otra parte, la brusca corrección experimentada por los precios de las materias primas, ante la desaceleración de las expectativas de demanda global y la retirada de posiciones especulativas en metales preciosos. Adicionalmente, en el contexto financiero norteamericano actual hay algunos temas atípi-

**Los analistas consideran que el BCE podría volver a subir el tipo oficial en julio.**

**China, al igual que otras economías emergentes, continúa restringiendo su política monetaria para contener el crédito interno.**

**Las *yields* de Alemania y Estados Unidos mantuvieron su movimiento bajista durante mayo.**

**La resolución de la crisis en Grecia podría revertir parte de la «huida hacia la calidad».**

cos de especial relevancia, cuya evolución en los próximos meses, además de provocar un incremento de la volatilidad del mercado, influirá en la dinámica de la curva de tipos de interés. El primero es la finalización del QE2 de la Fed (programa de compra de bonos), que ha proporcionado a los mercados un importante soporte desde que se iniciase el pasado noviembre. El segundo, y al hilo del anterior, es «la estrategia de salida» que la Fed comunicará una vez completado el QE2. Y en tercer lugar, pero no por ello menos importante, el inaplazable ajuste presupuestario. El pasado 16 de mayo el Tesoro americano alcanzó su techo de endeudamiento (14,3 billones de dólares), obstaculizando de esta manera al Gobierno la posibilidad de financiación hasta que el Congreso no acuerde un nuevo plan fiscal, que contemple o bien un aumento de la carga impositiva o bien un incremento del límite de endeudamiento.

En la eurozona, la deuda pública de los países centrales mostró un comportamiento

similar al de Estados Unidos. En el caso de la deuda alemana, a finales de mayo la tasa de rentabilidad de los bonos a 10 años alcanzaba el 3,0%, frente al 3,50% de principios de abril. Un factor importante en este comportamiento se encuentra en la «huida hacia la calidad» suscitada por el empeoramiento de la crisis en Grecia y el miedo a su posible contagio a otras economías de la región. Atendiendo a que esperamos que este factor tenga una naturaleza transitoria, y teniendo en cuenta los fundamentos alcistas sobre el crecimiento económico y la inflación, todo apunta a que las *yields* a dos y diez años de la deuda alemana podrían retomar la senda ascendente de cara a los próximos meses.

Por su parte, las últimas novedades respecto a la crisis de deuda soberana de la periferia europea han suscitado considerables incrementos del diferencial entre la deuda de los países implicados y la alemana. Tras el acuerdo de financiación a Portugal (con un paquete de 78.000 millones de euros), el agravamiento de la crisis griega se pos-

**El crecimiento y la inflación en Alemania apuntan hacia *yields* más elevadas en el futuro.**

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

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

	Alemania	Francia	España	Italia	Estados Unidos	Japón	Reino Unido	Suiza
<b>2010</b>								
Mayo	2,66	2,92	4,26	4,14	3,28	1,27	3,58	1,54
Junio	2,58	3,05	4,56	4,09	2,93	1,09	3,36	1,48
Julio	2,67	2,95	4,21	3,95	2,91	1,07	3,33	1,46
Agosto	2,12	2,47	4,05	3,83	2,47	0,97	2,83	1,13
Septiembre	2,28	2,66	4,12	3,88	2,51	0,94	2,95	1,40
Octubre	2,52	2,91	4,21	3,94	2,60	0,94	3,08	1,49
Noviembre	2,67	3,15	5,50	4,67	2,80	1,19	3,23	1,56
Diciembre	2,96	3,36	5,45	4,82	3,29	1,13	3,40	1,72
<b>2011</b>								
Enero	3,16	3,53	5,37	4,72	3,37	1,22	3,66	1,87
Febrero	3,17	3,55	5,39	4,84	3,43	1,26	3,60	1,90
Marzo	3,35	3,71	5,30	4,82	3,47	1,26	3,69	1,96
Abril	3,31	3,64	5,47	4,74	3,41	1,24	3,58	2,06
Mayo (*)	3,01	3,40	5,51	4,81	3,13	1,14	3,30	1,82

NOTA: (\*) Día 20.

FUENTE: Bloomberg.

tula como el principal obstáculo ante la falta de un pacto para su resolución. Mientras que el Eurogrupo apuesta por la alternativa del *reprofiling* (extensión de los vencimientos de la deuda pública), el BCE rechaza la propuesta y sugiere la concesión de nuevos préstamos condicionados a que Grecia redoble los esfuerzos de ajuste. En el caso de España esta circunstancia, así como la revisión negativa que las agencias de *rating* han hecho de las perspectivas económicas de Italia y Bélgica, ha provocado un aumento de la prima de riesgo de nuevo hasta los niveles de marzo (cerca a los 270 puntos básicos). No obstante, y a pesar de estos repuntes puntuales de las tensiones, la evolución del *spread* de la deuda española con la alemana se ha comportado de manera relativamente estable a lo largo de los últimos meses, estableciendo un rasgo diferenciado entre nuestra economía y la del resto de países ya rescatados.

## El dólar recupera posiciones frente al euro

Los acontecimientos en la escena económica global ocurridos en mayo han generado un súbito cambio de sentido en la evolución del tipo de cambio del dólar frente al euro. A principios de mes el dólar marcaba mínimos (llegando a cotizar a 1,48 dólares por euro) ante el arranque de la normalización de la política monetaria del BCE (recordemos el aumento del tipo oficial de abril), y el consiguiente estímulo de flujos inversores hacia activos denominados en euros. Pero, posteriormente, diversos factores confluieron para precipitar una rápida recuperación del billete verde. En primer lugar, el aumento de las dificultades de refinanciación de la deuda helena. En el punto álgido de las especulaciones sobre la posible solución a la crisis griega, cuando incluso se llegó a hablar del abandono de esta economía del área monetaria única, el tipo de cambio

Se ha aprobado el rescate a Portugal, pero el BCE no apoya un *reprofiling* de la deuda griega.

Súbita revalorización del dólar.

## TIPOS DE CAMBIO DE LAS PRINCIPALES MONEDAS

25-05-2011

	Tipo de cambio	% variación (*)		
		Mensual	s/diciembre 2010	Anual
<b>Frente al dólar de EEUU</b>				
Yen japonés	82,2	0,4	1,3	-9,9
Libra esterlina	0,618	-1,9	3,6	10,9
Franco suizo	0,879	-0,3	-6,5	-32,0
Dólar canadiense	0,977	2,3	-2,1	-8,7
Peso mexicano	11,694	0,8	-5,5	-11,4
<b>Frente al euro</b>				
Dólar de EEUU	1,413	3,1	-5,6	-14,2
Yen japonés	116,1	-2,8	6,5	3,7
Franco suizo	1,241	-3,5	-0,8	-15,5
Libra esterlina	0,872	-1,3	1,7	1,7
Corona sueca	8,936	0,4	-0,6	-9,1
Corona danesa	7,457	0,0	0,0	0,2
Zloty polaco	3,951	0,1	-0,3	-3,9
Corona checa	24,56	1,9	-1,9	-3,9
Forint húngaro	269,4	1,6	-3,4	-3,3

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

FUENTE: Bloomberg.

**El dólar se ha visto favorecido por la fragilidad financiera de Grecia y la corrección en las materias primas.**

del euro descendió cerca de un 4% contra el dólar. Adicionalmente a este factor, que dotaba a la moneda norteamericana de un papel de divisa refugio, el movimiento de apreciación del dólar también estuvo sustentado por la caída de los precios de las materias primas. De cara a los próximos meses, probablemente se seguirán produciendo repuntes de la volatilidad en este mercado, vinculados a la evolución de la crisis de deuda soberana europea y al ajuste fiscal en Estados Unidos; pero en cualquier caso, y a medida que se estreche el diferencial de tipos entre la Fed y el BCE (seguramente este movimiento se iniciará al fin del QE2), la tendencia más probable pasará por la paulatina apreciación del dólar.

### La renta fija corporativa resiste ante las turbulencias financieras

Como ya ocurriera tras los dramáticos acontecimientos de febrero y marzo (Oriente Medio y Japón), el mercado de renta fija corporativa ha vuelto a destacar por su fortaleza y estabilidad ante las turbulen-

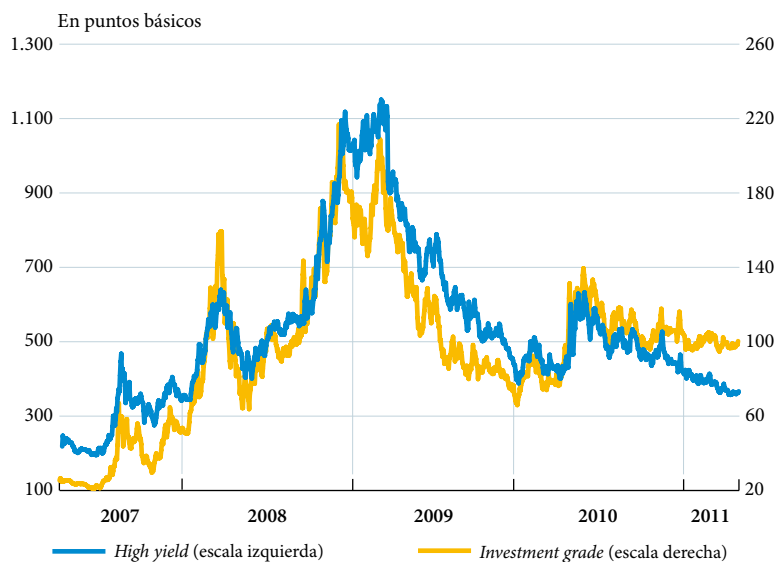
cias observadas en el escenario financiero de las últimas semanas. El buen comportamiento de este mercado contrasta especialmente con la volatilidad y vulnerabilidad mostrada por las bolsas mundiales, lo cual explica en parte la huída –al menos temporal– de muchos inversores hacia activos con perfil menos arriesgado.

El contexto actual de recuperación de la economía mundial confiere a la renta fija corporativa dos pilares sobre los que se apoya la tendencia alcista que desde el año pasado están protagonizando los índices. El primero está constituido por los buenos ratios de solvencia y rentabilidad que en su conjunto presentan las grandes compañías occidentales. El segundo está referido a la mejora de las calificaciones crediticias realizadas por las agencias de *rating*, en un escenario donde el riesgo de quiebras es cada vez menor. Asimismo, no hay que olvidar los beneficios que aporta la política monetaria laxa en Estados Unidos: el exceso de liquidez ensalza el atractivo de los bonos corporativos frente a la escasa rentabilidad ofrecida por la deuda del Tesoro

**El mercado de renta fija corporativa no ha sido alcanzado por las turbulencias financieras.**

## LOS BONOS HIGH YIELD SIGUEN DESTACANDO POSITIVAMENTE

Índices CDS Markit iTraxx a 5 años



FUENTE: Bloomberg.



americano. El resultado es que los índices de retorno total de la renta fija privada siguen alcanzando mes tras mes nuevos máximos, tanto en los tramos de bonos de elevada calidad crediticia (*investment grade*) como en los bonos de alto riesgo (*high yield*), cuya mejora en volúmenes consolida el atractivo de sus rentabilidades.

En la eurozona, donde el desarrollo del mercado de renta fija corporativa es inferior al norteamericano, el repunte de la crisis griega no ha impedido que las primas de riesgo experimentaran una ligera caída, incluso las relativas al sector financiero (que ha seguido realizando abundantes emisiones de bonos).

De cara a los próximos meses, sin embargo, hay varios aspectos que pueden introducir algo de volatilidad en estos mercados. Por ejemplo, la finalización de los estímulos monetarios de la Fed o la publicación de los resultados del test de resistencia de la banca europea.

## Las adversidades también se cotizan en bolsa

El comportamiento reciente de las principales bolsas ha estado determinado por la conjunción de fuerzas de sentido contrario, que han generado movimientos erráticos en la mayoría de los parques. Frente al buen tono del ciclo corporativo –como se ha puesto de manifiesto en la última campaña de resultados empresariales en Estados Unidos y Europa– han surgido aspectos preocupantes relacionados con el encarecimiento de las materias primas, el endurecimiento monetario en las economías emergentes, la ausencia de un acuerdo en materia fiscal en Estados Unidos y el agravamiento de la crisis soberana griega.

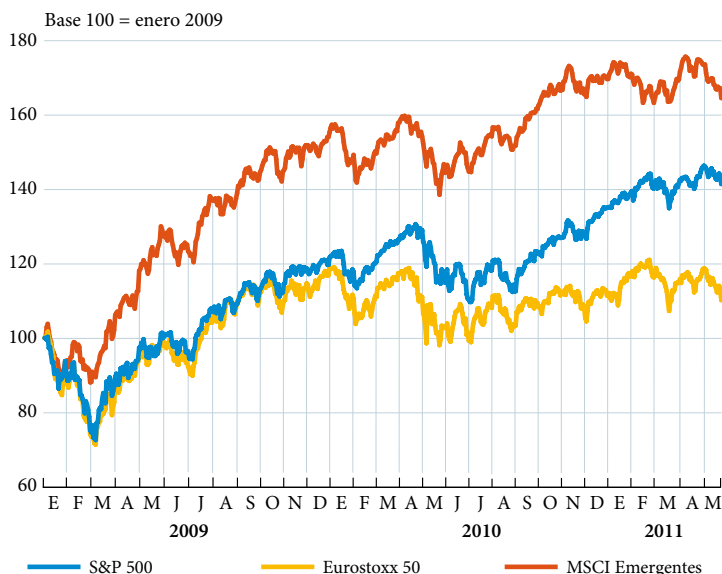
Bajo la confianza de que en el medio y largo plazo, la consolidación global del crecimiento económico y empresarial, así como la reducción de los riesgos de crédito, darán soporte a la revalorización de la renta

**La recuperación económica y la laxitud monetaria dan soporte al buen desempeño de la deuda corporativa.**

**Los buenos resultados empresariales no son suficientes para impulsar las bolsas.**

## TONO DÉBIL E IRREGULAR EN LAS BOLSAS

Índices de bolsas



FUENTE: Bloomberg.

**El fin del QE2 puede incrementar la volatilidad y reducir el apetito por la renta variable.**

**El sector financiero es la clave para las bolsas europeas.**

variable, en el corto plazo el escenario parece apuntar, sin embargo, hacia la continuidad de un tono débil e irregular en las bolsas, que podría provocar correcciones en los principales índices.

El caso más evidente se presenta en las bolsas norteamericanas, donde a los elevados niveles de sobrecompra observados en los indicadores técnicos, hay que añadir la sintomatología adversa de los indicadores de sentimiento, flujos y estacionalidad. Además, temas de actualidad como la inminente finalización del QE2 y la ausencia de un plan para el ajuste presupuestario pueden suscitar nuevos repuntes de la volatilidad y descensos en el apetito por el riesgo. En la eurozona, si bien las expectativas futuras sobre la crisis de deuda soberana son favorables, el reciente agravamiento de la

crisis en Grecia ha generado en los mercados un sentimiento de fatiga ante las medidas de reforma y un aumento del miedo al contagio, afectando negativamente al ánimo de los inversores. Esta circunstancia está incidiendo especialmente sobre el sector financiero, lastrando aquellos índices bursátiles en los cuales su presencia es mayoritaria, como es el caso del Ibex 35. Por último, observando la trayectoria bursátil de las economías emergentes se puede afirmar que el riesgo de corrección ha comenzado a materializarse progresivamente con el endurecimiento de las medidas monetarias y fiscales en los distintos países. Esta circunstancia, unida a la posible desaceleración controlada de sus tasas de crecimiento económico, augura un escaso potencial de revalorización para este año en estos índices.

## ÍNDICES DE LAS PRINCIPALES BOLSAS MUNDIALES

25-05-2011

	Índice (*)	% variación mensual	% variación acumulada	% variación anual
Nueva York				
<i>Dow Jones</i>	12.411,2	-0,8	7,2	23,3
<i>Standard &amp; Poor's</i>	1.322,0	-1,1	5,1	23,1
<i>Nasdaq</i>	2.764,6	-2,0	4,2	24,9
Tokio	9.477,2	-2,1	-7,3	-2,9
Londres	5.873,7	-2,4	-0,4	15,9
Zona del euro	2.810,0	-4,3	0,6	9,8
<i>Fráncfort</i>	7.186,3	-1,5	3,9	23,8
<i>París</i>	3.924,5	-2,4	3,1	14,4
<i>Ámsterdam</i>	344,4	-4,1	-2,9	9,8
<i>Milán</i>	20.586,5	-5,6	2,0	8,2
<i>Madrid</i>	10.126,3	-4,3	2,7	9,0
Zúrich	6.456,5	0,0	0,3	4,0
Hong Kong	22.730,8	-5,8	-1,3	15,6
Buenos Aires	3.323,1	-2,7	-5,7	56,5
São Paulo	62.929,4	-6,2	-9,2	5,0

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

FUENTE: Bloomberg.

## Fondos soberanos de riqueza: ¿pueden ser una herramienta que genere estabilidad?

El debate de los desequilibrios globales ha dado lugar a la proliferación de una gran cantidad de artículos –académicos y de prensa especializada– dedicados a analizar el origen de los mismos y las consecuencias que han generado a nivel económico y financiero. Un elemento característico en los países «excedentarios» es el incremento persistente de los activos extranjeros netos, tanto en poder del sector privado como del sector público. En función de los factores que durante los últimos años han llevado a algunos países a acumular un nivel anormalmente elevado de reservas internacionales, podemos identificar dos grandes grupos. En el primero se engloban estados ricos en recursos naturales, que se han visto beneficiados por los elevados precios del petróleo y otras materias primas. En el segundo se encuentran algunos países emergentes –principalmente asiáticos– que han mantenido divisas infravaloradas generando elevados superávits por cuenta corriente y acumulación de activos netos frente al exterior.

Tradicionalmente, las reservas internacionales se han acumulado por un motivo de seguridad, es decir, para poder defender o reducir la volatilidad de la divisa nacional frente a eventuales turbulencias de origen externo o interno. En consecuencia, la práctica habitual ha sido la de mantener las reservas en forma de activos de la máxima seguridad y liquidez (típicamente, deuda pública de corto plazo de países con elevada solvencia). En la experiencia reciente, y a medida que las autoridades económicas de los dos grupos de países antes citados comenzaron a sentirse cómodas con el umbral alcanzado por sus reservas, se han cuestionado la idoneidad de dicha estrategia.

### ACTIVOS DE LOS FONDOS SOBERANOS DE RIQUEZA MÁS IMPORTANTES VS. RESERVAS INTERNACIONALES

Datos a diciembre de 2010 y expresados en miles de millones de dólares

	País	Total de activos	Reservas internacionales	Año de creación
Abu Dhabi Investment Authority (*)	EAU	627	42	1976
Government Pension Fund – Global (*)	Noruega	512	50	1990
SAMA Foreign Holdings (*)	Arabia Saudita	439	432	n/a
SAFE Investment Company	China	347		1997
China Investment Corporation	China	332		2007
National Social Security Fund	China	147	2.847	2000
Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio	Hong Kong	259	269	1993
Government of Singapore Investment Corporation	Singapur	248		1981
Temasek Holdings	Singapur	133	226	1974
Kuwait Investment Authority (*)	Kuwait	203	19	1953
National Welfare Fund (*)	Rusia	143	444	2008
Qatar Investment Authority (*)	Catar	85	30	2005
Libyan Investment Authority (*)	Libia	70	97	2006
Australian Future Fund	Australia	67	28	2004
Revenue Regulation Fund (*)	Argelia	57	161	2000
Otros		481	–	
<b>Total</b>		<b>4.150</b>	<b>4.645</b>	

NOTA: (\*) Fondos asociados a la evolución del precio de las materias primas.

FUENTE: SWF Institute.

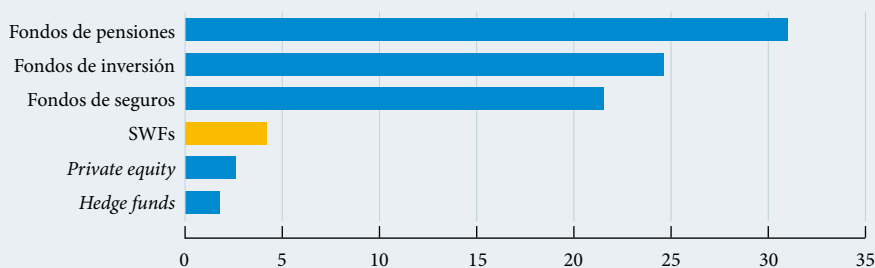
En concreto, se han planteado si es adecuado seguir gestionando un stock de reservas tan elevado de forma muy conservadora –obteniendo una baja rentabilidad– o, si por el contrario, sería mejor gestionar parte del mismo con un enfoque diferente, que permitiera asumir un riesgo mayor a cambio de una rentabilidad también superior. En un contexto caracterizado por la bonanza económica de esos países, muchos han optado por el cambio en los parámetros de gestión, asumiendo una visión de mercado dirigida a incrementar la rentabilidad tradicional. Esta decisión explica el importante auge que se ha observado en la creación y expansión de fondos soberanos de riqueza (SWFs, siglas en inglés de *Sovereign Wealth Funds*).

Al contrario de lo que puede parecer, la figura de los SWFs no es nueva y su historia se remonta a 1953, año en el que fue creado el «*Kuwait Investment Board*» con el objetivo de invertir el excedente generado por la venta de petróleo, y reducir de esta forma la dependencia del crudo. Formalmente, los SWFs son sociedades vehiculares –propiedad de los gobiernos– que hacen posible mantener, gestionar y administrar activos, con el fin de alcanzar objetivos financieros mediante la implementación de diferentes estrategias de inversión.

A lo largo de los últimos años, la aparición de un buen número de este tipo de entidades ha venido acompañada de un formidable crecimiento en el volumen de los activos que mantienen bajo gestión, razón por la cual su operativa en los mercados globales no ha pasado desapercibida. Actualmente, los SWFs rivalizan con los *hedge funds* y las firmas de *private equity* en términos tanto de la influencia que ejercen en los mercados financieros como de su impacto mediático. Las cifras son reveladoras. En el año 2000, los SWFs tenían activos por un valor superior a los 1,1 billones de dólares. Al cierre de 2010, el total de activos financieros de los SWFs más importantes alcanzó los 4,2 billones de dólares (2,3 veces el volumen gestionado por los *hedge funds* y 1,6 veces el gestionado por la industria de *private equity*).

### INVERSIONES GLOBALES: TOTAL DE ACTIVOS GESTIONADOS

Datos a diciembre de 2010 y expresados en billones de dólares



FUENTE: SWF Institute.

La finalidad con la que se crean los SWFs puede ser de índole diferente según las circunstancias de cada país, al igual que la operativa y la financiación. Así, los fondos de estabilización (*Stabilization Funds*) son creados por países ricos en recursos naturales con el objetivo de «inmunizar» la economía nacional de la elevada volatilidad que caracteriza al precio de las materias primas. Dicho de otra forma, estos fondos constituyen una herramienta fiscal contracíclica, que busca crear un flujo de caja futuro más estable que permita hacer frente a una eventual y prolongada caída en el precio de, por ejemplo, el cobre (Chile) o el petróleo (Argelia, Kuwait, Catar, etc.). En general, estos fondos se establecen durante periodos en que el precio del recurso es elevado.

En cambio, los gobiernos ponen en marcha los fondos de ahorro (*Saving Funds*) con el fin de crear riqueza para el largo plazo y distribuirla entre las generaciones. En un inicio, se transfiere ahorro proveniente de recursos no renovables hacia estos vehículos, para que formen una cartera diversificada que permita alcanzar los objetivos para los que fueron diseñados.

Otra tipología muy importante es la de los fondos soberanos de reserva para las pensiones públicas. Estas sociedades se forman con el objetivo de gestionar una cartera de activos con el fin de que la misma pueda compensar eventuales déficits del gobierno que le impidieran cumplir con el pago de las pensiones a los trabajadores retirados.

Finalmente, también existen fondos de inversión (se usan para gestionar las reservas, y por lo tanto se cuentan como reservas) y los fondos para el desarrollo (dedicados a financiar proyectos socioeconómicos de carácter prioritario).

A pesar de que los SWFs pueden diferir en su naturaleza, todos tienen una característica común: un nivel de apalancamiento que es marginal. Esto se debe a que la financiación de estas entidades proviene de diversas fuentes oficiales. Por ejemplo, superávits de cuenta corriente (derivados de exportaciones de materias primas o bienes manufacturados), superávit fiscal o ingresos por la privatización de empresas. Así, aquellas instituciones cuya principal fuente de financiación proviene de ingresos derivados de la exportación de petróleo, gas u otros minerales se les conoce como «*Commodities SWFs*» (CSWFs), mientras que las que se financian por medio de transferencias directas de reservas internacionales oficiales y, en algunos casos, mediante partidas provenientes del presupuesto gubernamental superavitario o privatizaciones se les denominan «*Non-commodities SWFs*» (NCSWFs).

Sin embargo, las estrategias de inversión y gestión del riesgo que persiguen los SWFs suelen ser diferentes entre sí –independientemente de cuál sea el origen de la financiación– y estarán diseñadas para alcanzar el cumplimiento del mandato para el cual fueron creados. El punto de referencia lo constituyen los bancos centrales, que invierten sus reservas internacionales de forma conservadora en activos de bajo riesgo y gran liquidez, por ejemplo, bonos de gobiernos con elevada calificación crediticia (AAA) o metales preciosos como el oro. Por el contrario, los SWFs buscan diversificar sus carteras a nivel de clases de activos y regiones, para lograr obtener un retorno superior. Entre los instrumentos en los que invierten, se encuentra la deuda soberana de largo plazo, los bonos municipales, activos con garantía inmobiliaria (MBS), renta fija corporativa y renta variable. Además, frecuentemente hacen uso de profesionales del sector financiero privado para tomar posiciones de relevancia –planteadas en un horizonte de largo plazo– en compañías que operan en diversos sectores.

#### ACTIVOS EN LOS QUE INVIERTEN LOS FONDOS SOBERANOS DE RIQUEZA

Porcentaje de fondos que invierte en cada activo

	2010	2011
Acciones cotizadas	79	85
Instrumentos de deuda	79	76
Acciones no cotizadas	55	59
Sector inmobiliario	51	56
Infraestructuras	47	61
<i>Hedge funds</i>	37	36

FUENTE: Prequin.

Si bien la información que publican la mayoría de SWFs no es muy exhaustiva en los detalles, sí se indican las grandes líneas de las estrategias implementadas. Esto permite conocer que los CSWFs adoptan un enfoque de largo plazo y con una clara preferencia por la renta variable o inversiones alternativas. Por el contrario, los NCSWFs realizan inversiones con una duración menor, dado que los activos seleccionados deben ser suficientemente líquidos para poder hacer frente a un eventual problema de liquidez del gobierno. Por esta razón, los NCSWFs prefieren invertir en *Treasuries* de Estados Unidos o activos similares.

Las inversiones que han realizado los SWFs a lo largo de los últimos años, especialmente en 2008-09 cuando la crisis financiera atravesaba su peor momento, han creado ciertas reticencias. En primer lugar, han surgido preocupaciones en torno al tamaño de estos fondos y, por tanto, su capacidad de influir en el precio de determinados activos financieros. En segundo lugar, se encuentran las críticas que apuntan hacia el posible uso de su poder financiero para favorecer intereses de carácter nacionalista (campeones nacionales). Finalmente, existen argumentos denunciando que estos fondos pueden tomar el control de compañías estratégicamente importantes para, en lugar de buscar beneficios financieros o comerciales, perseguir intereses políticos nacionales.

En general, los estudios realizados por diferentes autores y entidades llegan a conclusiones más alentadoras y, en algunos casos, minimizan los argumentos de los analistas más críticos. La primera conclusión general que se puede extraer es que las autoridades de los países receptores deben prestar atención a las diferentes actuaciones, y exigir que las adquisiciones se realicen en un marco de máxima transparencia. En segundo lugar, cuando se analiza el comportamiento de los SWFs, no se encuentra evidencia que avale la existencia de un impacto significativo que derive de un proceder motivado por razones ajenas al ámbito económico.<sup>(1)</sup> En tercer lugar, estos estudios señalan que la motivación principal que rige las inversiones de los SWFs es fundamentalmente financiera.<sup>(2)</sup> Por último, las características propias de estos agentes (inversores poco apalancados y enfocados al largo plazo) indican que la entrada en el capital de estos agentes, más que un elemento desestabilizador, es un factor que puede asegurar la estabilidad. En general, cuando invierten en compañías suelen participar en los consejos de administración, mantienen una fluida comunicación con los directivos de las empresas y, si es necesario, emprenden la reorganización de estas.

En consecuencia, quizás más que preocuparse en exceso, los gobiernos deberían actuar con diplomacia para no ahuyentar un posible buen inversor.

(1) Beck, R. y M. Fidora (2008). «The impact of sovereign wealth funds on global financial markets», Occasional Paper Series, nº 91, Banco Central Europeo.

(2) OECD Development Centre (2009). «Are sovereign wealth funds' investments politically biased? A comparison with mutual funds».

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

## Actividad económica

### **El PIB de España avanza más de lo previsto, aunque en parte impulsado por el gasto público**

Los datos de la contabilidad nacional para el primer trimestre de 2011 muestran que la actividad económica continuó su suave senda de recuperación. Así, el producto interior bruto (PIB) creció el 0,3% en el primer trimestre de 2011, situando la tasa de avance interanual en el 0,8%, dos décimas por encima de la cifra registrada el trimestre anterior.

Este incremento del PIB fue mejor de lo previsto gracias, parcialmente, al aumento del gasto público, del 1,4% en el trimestre, que superó ampliamente nuestras expectativas. En cambio, los datos referentes al consumo de los hogares y a la inversión en bienes de equipo mostraron un total estancamiento. La debilidad del consumo de las familias ya era en parte palpable vista la evolución de las ventas minoristas, que en el mes de marzo volvieron a caer, situando la tasa de variación interanual en el -8,7%. Por lo que respecta a la inversión en construcción, esta continuó retrocediendo, aunque a un ritmo menor. En su conjunto, por tanto, la contribución de la demanda interna al crecimiento interanual acabó siendo negativa, restándole seis décimas. Ello significa que, tal y como se esperaba, el sector exterior fue el motor de crecimiento del PIB en el primer trimestre del año.

Cabe señalar, no obstante, el papel dispar de las exportaciones entre bienes y servicios. Mientras las ventas al exterior de bienes aumentaron muy significativamente, la partida de servicios retrocedió, a pesar

del buen comportamiento del turismo. Ello indica que las exportaciones de servicios no turísticos cayeron sustancialmente. El crecimiento importante de las exportaciones de bienes coincide con la mejora de la producción industrial de los bienes intermedios y de equipo, más proclives al mercado exterior, observada durante los tres primeros meses de 2011. Por el contrario, los datos muestran una caída significativa de la producción industrial de los bienes de consumo, especialmente los duraderos.

Vista la evolución de los distintos elementos del PIB de enero a marzo y los indicadores disponibles, las perspectivas son que la reactivación de la economía se desacelere un poco en el segundo trimestre. En primer lugar, las presiones sobre el consumo de las familias siguen siendo importantes, tal y como queda reflejado en la errática recuperación del índice de confianza del consumidor, que ha mantenido una tendencia muy plana los últimos trimestres. En este sentido, la prolongación de las presiones inflacionistas seguirá impidiendo la recuperación de la renta disponible. Asimismo, es probable que haya una subida gradual de los tipos de interés. La pobre evolución de la ocupación tampoco ayuda. En el primer trimestre, esta cayó un 1,4% interanual en términos de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo. No obstante, se espera que en el segundo y tercer trimestres haya un respiro en el mercado de trabajo. Por lo tanto, de la lectura de todas estas variables se desprende que el consumo progresará el próximo trimestre, pero muy lentamente.

**El PIB crece el 0,3% intertrimestral en el periodo de enero a marzo de 2011.**

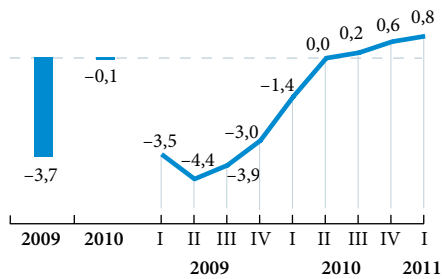
**El consumo público aumenta mientras el privado se mantiene estancado.**

**Se espera que la recuperación pierda fuelle en el segundo trimestre.**

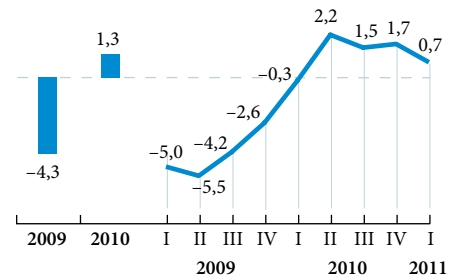
## EVOLUCIÓN DEL PIB DE ESPAÑA POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual (\*)

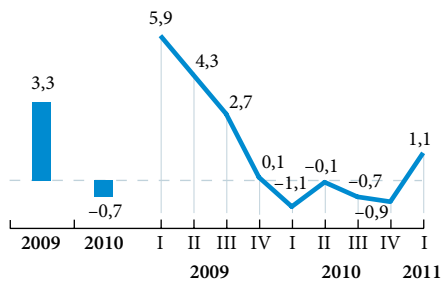
PIB



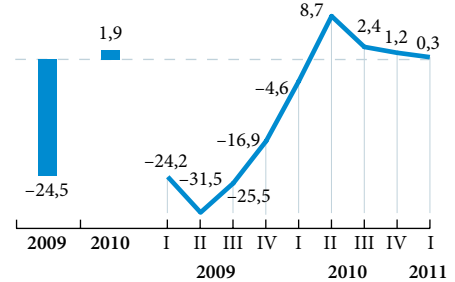
Consumo de los hogares



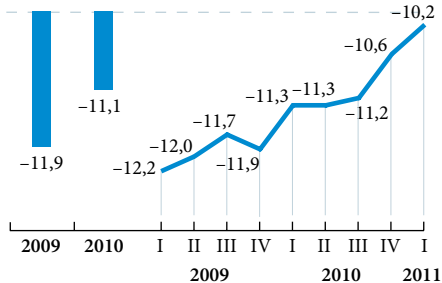
Consumo público



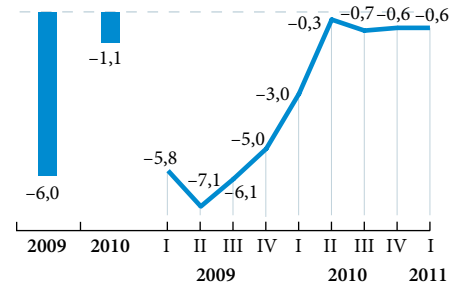
Inversión en bienes de equipo



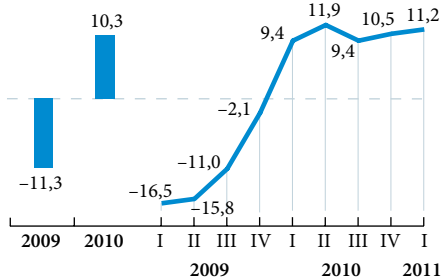
Inversión en construcción



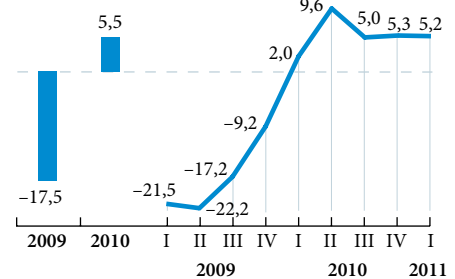
Demanda nacional (\*\*)



Exportaciones de bienes y servicios



Importaciones de bienes y servicios



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

(\*\*) Contribución al crecimiento del PIB.

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.



En segundo lugar, el aumento del gasto público del primer trimestre difícilmente se repetirá en lo que queda del año, dado el firme compromiso del Gobierno de reducir el déficit, reflejado en la Actualización del Programa de Estabilidad del periodo 2011-2014 de finales de abril. Ciertamente, la rebaja del déficit a lo largo del ejercicio de 2010 significó un retroceso del consumo público del 0,7% anual. Así pues, el cumplimiento del objetivo de reducción del déficit para este año implicará que el gasto

público probablemente tenga importantes retrocesos en los próximos trimestres.

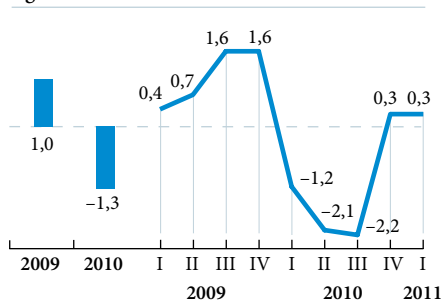
El limitado avance del gasto de las familias y la débil evolución del gasto público no reabrirán el apoyo de la inversión. Concretamente, el mejor comportamiento de la inversión destinada a la producción de bienes será insuficiente para contrarrestar el retroceso de la inversión en construcción. Con todo, el conjunto de indicadores apunta a que el sector de la construcción de-

**El consumo público probablemente se desacelerará en los próximos meses.**

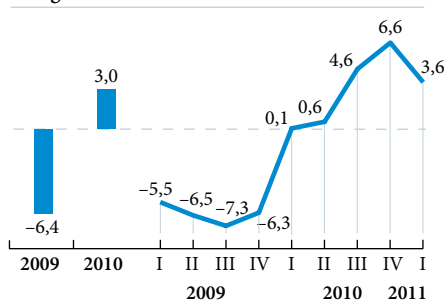
## EVOLUCIÓN DEL PIB DE ESPAÑA POR SECTORES DE OFERTA

Porcentaje de variación interanual (\*)

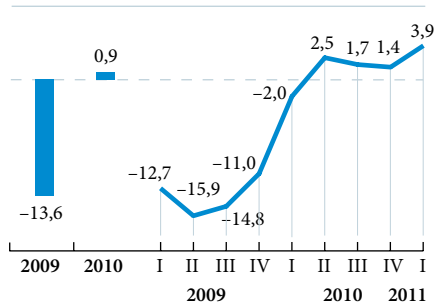
### Agricultura



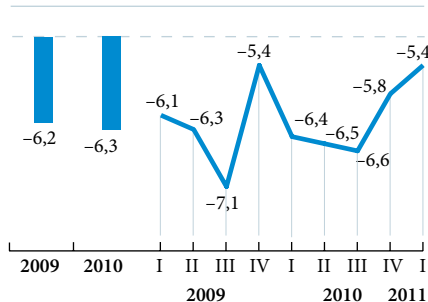
### Energía



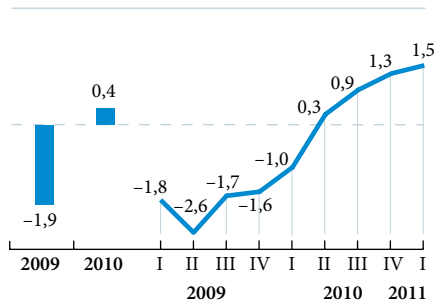
### Industria



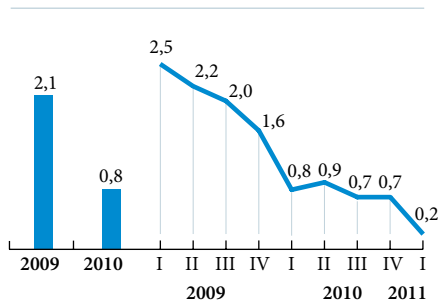
### Construcción



### Servicios de mercado



### Servicios de no mercado



NOTA: (\*) Datos corregidos de efectos estacionales y de calendario.

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

**El saldo neto exterior contribuirá positivamente al crecimiento del PIB en 2011.**

sacelerará su ritmo de caída, como denota la leve mejoría de la confianza en la construcción del mes de abril.

En definitiva, dada la pobre evolución que se espera de los principales componentes de la demanda interna, la capacidad de recuperación estará a expensas del sector exterior. En este sentido, el hecho de que los países no periféricos de Europa hayan experimentado tasas de crecimiento elevadas en el primer trimestre mejora las perspectivas para las ventas al exterior y el volumen de turistas de los próximos meses. De este modo, las exportaciones deberían proseguir su tendencia positiva. Por su parte, las importaciones también deberían incrementarse, pero de forma más moderada, por lo que el saldo neto exterior debería contribuir notablemente al crecimiento del PIB.

Para determinar el crecimiento potencial de la economía a medio plazo, es importante observar la marcha de indicadores como la productividad. En este ámbito, los datos de contabilidad nacional ofrecen una visión mixta. Así, aunque la productividad aparente por puesto de trabajo equivalente

aumentó dos décimas hasta el 2,2%, esta variable por hora efectivamente trabajada se redujo más de un punto y medio, hasta el 0,5%, de forma que no hubo una clara mejoría. Por su parte, el coste laboral por unidad de producto continuó descendiendo pero a un ritmo menor.

En resumen, a pesar de que el proceso de recuperación parece estar bien encauzado con una proyección de crecimiento positiva para el conjunto del año, la incertidumbre es todavía elevada. Por un lado, uno de los riesgos negativos destacables es la posibilidad que prosigan las presiones inflacionistas derivadas del aumento del precio de las materias primas, hecho que conllevaría la pérdida de competitividad por parte de las empresas y la pérdida del poder adquisitivo de los consumidores. Lo primero arriesgaría el impulso positivo de exportaciones mientras lo segundo podría ralentizar la reactivación de las compras por parte de los hogares. Otro factor desfavorable es el ajuste fiscal por parte del Gobierno que hace entrever que el consumo público retrocederá bastante en lo que resta del año, especialmente en la segunda mitad.

**El principal riesgo negativo es la ralentización de las exportaciones, las grandes impulsoras de la recuperación.**

## La sostenibilidad de un déficit exterior

Cuando un país gasta más de lo que produce y, por consiguiente, el saldo exterior de su cuenta corriente es deficitario, el exceso de gasto debe financiarse mediante entradas netas de capital extranjero. Estas entradas generan unos pasivos frente al resto del mundo, por ejemplo en forma de deuda externa, y unas obligaciones de pago asociadas a dichos pasivos, como los intereses y la amortización de la deuda. Una manera de juzgar si un déficit exterior es sostenible consiste en evaluar si el país podrá hacer frente a estos compromisos de pagos futuros.

Como la capacidad de pago de una economía viene determinada por su nivel de renta, esta condición requiere que el nivel de endeudamiento externo (en rigor, la posición pasiva neta) no alcance una cota demasiado elevada en relación al PIB. El nivel máximo soportable seguramente ha aumentado con la mayor integración financiera que ha acarreado el proceso de globalización pero continúa variando según el país, dependiendo de factores como la composición de sus pasivos, su grado de apertura al comercio exterior o la calidad de sus instituciones. Así, por ejemplo, un país poco atractivo para la inversión extranjera directa, incapaz de emitir deuda en su propia moneda, que no exporte demasiado y con una agencia tributaria poco sofisticada podrá sostener un nivel de

deuda externa relativamente modesto. Ello explica que más del 50% de episodios de impago entre países de renta media entre 1970 y 2001 sucedieran con niveles de deuda externa que no superaban el 60% del PIB.

El nivel al que se estabiliza la posición deudora neta de un país depende fundamentalmente de tres variables: el déficit exterior, entendido como el déficit corriente y de capital exceptuando el saldo por rentas de la inversión,

### NIVEL DE DEUDA A LARGO PLAZO EN UNA ECONOMÍA CON CRECIMIENTO NOMINAL DEL PIB DE 4,5%

(% del PIB)

Déficit exterior excl. rentas de la inversión (% del PIB) →	0,50	0,75	1,00	1,25	1,50
Tipo de interés nominal (%) ↓					
2,75	30	45	60	75	90
3,00	35	52	70	87	105
3,25	42	63	84	105	125
3,50	52	78	105	131	157
3,75	70	105	139	174	209

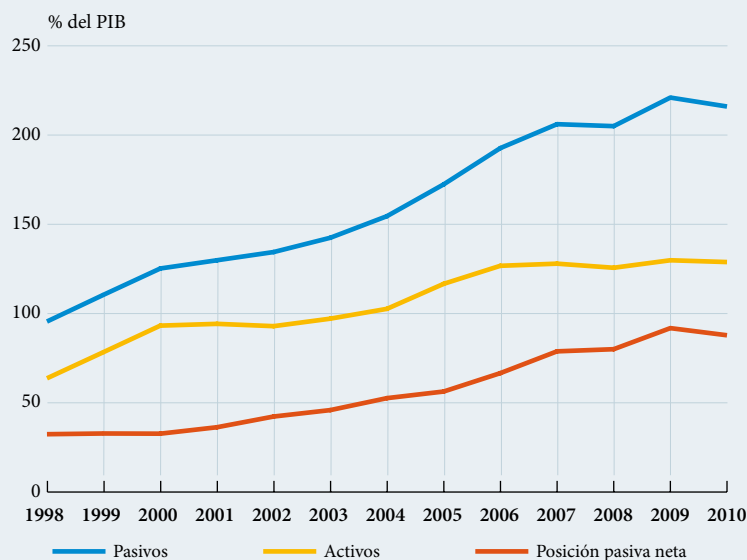
NOTA: La fórmula que relaciona el déficit exterior excluyendo rentas de la inversión ( $x$ ) con el nivel de deuda de equilibrio ( $d$ ) en función de la tasa de crecimiento del PIB nominal ( $g$ ) y el tipo de interés ( $i$ ) es:

$$d = \frac{(1+g)}{(g-i)} \cdot x$$

FUENTE: Elaboración propia.

### LA POSICIÓN PASIVA NETA DE ESPAÑA SE HA MÁS QUE DOBLADO DESDE LA ENTRADA AL EURO

Pasivos y activos de España frente al exterior



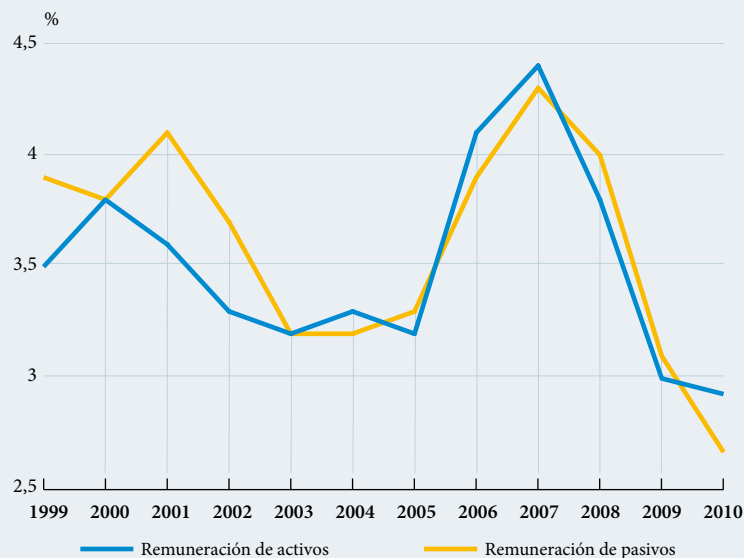
FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

el tipo de interés aplicable a la deuda y la tasa de crecimiento del PIB nominal. En el caso de que el tipo de interés sea superior a la tasa de crecimiento nominal del PIB, cualquier déficit exterior provoca un aumento de la deuda externa sin límite y, por lo tanto, no es sostenible. En cambio, si la tasa de crecimiento es mayor que el tipo de interés, la deuda tiende a estabilizarse aunque se registre un déficit de forma recurrente. Cuanto mayor es el diferencial entre crecimiento y tipos de interés, menor es el nivel al que se estabilizará la posición deudora para un determinado nivel de déficit exterior. Por ejemplo, un país con un déficit del 1% del PIB, una tasa de crecimiento nominal del PIB del 4,5% y un tipo de interés sobre sus deudas de un 3,25% estabilizaría su deuda externa en un nivel equivalente al 84% del PIB (véase la tabla anterior). Su déficit por cuenta corriente y de capital tendería a un nivel del 3,7% del PIB ( $1\% + 3,25\% \cdot 84$ ).

En el caso de España, la posición pasiva neta frente al resto del mundo se situó en un 87% del PIB a finales de 2010. Esta posición es el resultado de combinar unos activos en el exterior equivalentes al 128% del PIB y unos pasivos del 215% del PIB (véase el gráfico anterior). Unas tres cuartas partes de los pasivos son deuda propiamente dicha y el resto se reparte de forma similar entre inversión extranjera directa (en instrumentos que no son deuda) e inversiones de cartera en bolsa española. A pesar de que España incurrió en unas necesidades de financiación externas del 3,9% del PIB durante 2010, resultado de un déficit exterior excluyendo la cuenta de rentas de la inversión del 1,9% y un déficit en la cuenta de rentas del 2,0% del PIB, la posición pasiva neta mejoró en 4 puntos del PIB respecto a 2009 gracias al efecto neto de las revalorizaciones de activos y pasivos. España también se benefició en 2010 de una tasa de remuneración sobre sus pasivos históricamente baja (2,7%) y que, además, se situó algo por debajo de la tasa de remuneración promedio de sus activos (2,9%, véase el gráfico siguiente).

### LA RENTABILIDAD DE LOS ACTIVOS EXTERNOS DE ESPAÑA ES SIMILAR AL COSTE DE SUS PASIVOS

Remuneración promedio de activos y pasivos externos en España



FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

La tabla anterior sugiere que el déficit exterior de España no está lejos del nivel que estabilizaría la posición pasiva neta en la cota registrada en 2010. Si utilizamos el coste de remuneración promedio de los pasivos desde la entrada al euro, un 3,5%, y suponemos una tasa de crecimiento potencial de la economía española de alrededor del 4,5% (combinación de un crecimiento real del 2,5% y una tasa de inflación del 2%), el déficit exterior (excluyendo rentas de la inversión), que estabilizaría la posición pasiva neta por debajo del 90% del PIB, estaría en torno al 0,8% del PIB. Como hemos mencionado anteriormente, el déficit se situó en el 1,9% en 2010 pero preve- mos que en 2011 se reduzca hasta alrededor del 1,6% del PIB. Poco faltará entonces (ocho décimas) para alcanzar el déficit exterior que mantendría la posición externa estable a medio plazo. Sin embargo, si la prima de riesgo de la economía española se mantuviera anormalmente elevada y, por lo tanto, el coste de la deuda fuera mayor que el experimentado en el pasado, el déficit exterior debería reducirse aún más para evitar que la posición pasiva neta se disparara en exceso.

Una prima de riesgo baja, un buen ritmo de crecimiento y una buena dosis de competitividad son los ingredien- tes claves para estabilizar la deuda externa en un nivel sostenible. Cuál es ese nivel no es una pregunta cuya res- puesta sea única para cualquier país y cualquier momento. En todo caso, merece la pena guardar una distancia prudencial de aquellas cotas que pueden provocar vulnerabilidad a cambios en el sentimiento inversor, oscilacio- nes del tipo de interés y vaivenes de crecimiento económico. Episodios que, como hemos visto, suceden.

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

## Mercado de trabajo

### La estacionalidad favorable del mes de abril da un respiro al mercado de trabajo

El avance de la actividad económica del primer trimestre de 2011 fue insuficiente para crear empleo. Los datos de la encuesta de población activa (EPA) confirman el freno en el proceso de recuperación del mercado de trabajo durante los tres primeros meses del año. Según las estimaciones de la EPA, el empleo en el primer trimestre anotó un descenso intertrimestral de 256.500 personas, cifra que supone un ritmo de caída interanual del 1,3%, igual que el trimestre anterior. Esta interrupción de la mejora del empleo era esperada tras la evolución del número de afiliados en alta a la Seguridad Social y de parados registrados publicados de enero a marzo.

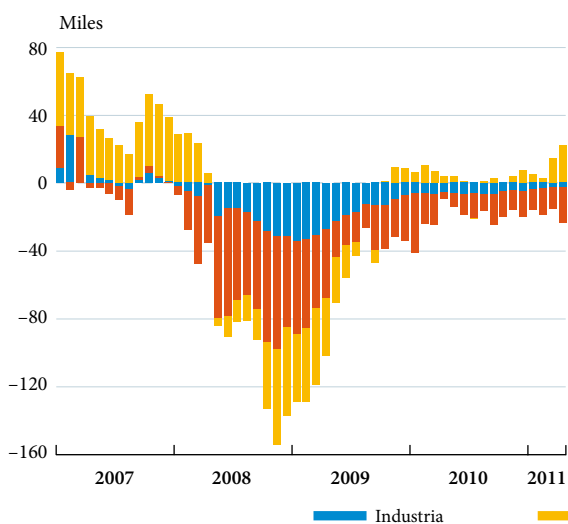
Pero las perspectivas son que el entorno mejore en el segundo trimestre, como reflejan los registros de afiliación y paro del mes de abril, que mostraron un aumento y descenso, respectivamente. Así, el total de ocupados se incrementó en 81.447 personas este mes, moderando una décima el ritmo de caída de los afiliados hasta el 1,0%. Sin embargo, este mejor comportamiento fue, en parte, gracias a la estacionalidad favorable del periodo, ya que, una vez corregida esta, el resultado positivo desaparece. Igualmente, el número de parados registrados retrocedió en 64.309 personas este mes, siendo de nuevo la estacionalidad un factor determinante de esta bajada. De esta forma, se constata el importante rol que la etapa vacacional de Semana Santa ha tenido sobre la recuperación del mercado de trabajo en el mes de abril.

**Empeoramiento del mercado de trabajo en el primer trimestre de 2011...**

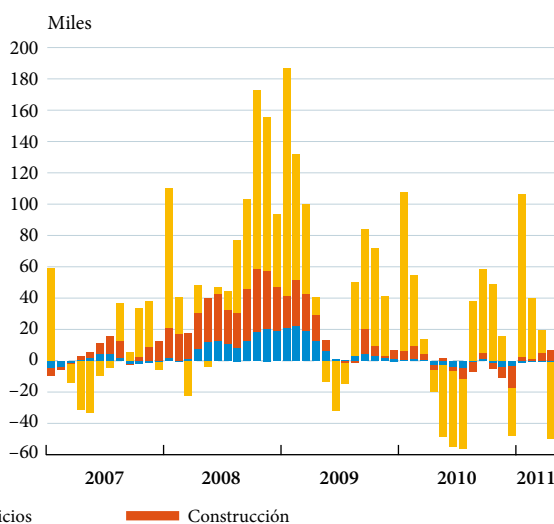
**...con perspectivas de que mejore durante los próximos tres meses, impulsado por la estacionalidad favorable.**

#### EL SECTOR SERVICIOS DA UN IMPULSO AL MERCADO DE TRABAJO

Variación mensual del número de afiliados a la Seguridad Social (\*)



Variación mensual del número de parados registrados (\*)



NOTA: (\*) Series corregidas de estacionalidad.

FUENTES: Ministerio de Trabajo e Inmigración, Servicio Público de Empleo Estatal y elaboración propia.

Con todo, en el segundo trimestre el mercado laboral ofrece una proyección más optimista que la del primero. Una muestra de ello se aprecia en la evolución de la ocupación del sector servicios. En el mes de abril la variación del empleo en este sector fue positiva, ayudada por la buena marcha del turismo. Asimismo, la desaceleración del incremento del número de parados en este sector fue destacable.

De momento, se espera que en los próximos meses la pérdida de empleo siga procediendo principalmente de la construcción,

aunque a un ritmo menor. Por su parte, el sector de la industria no destruye empleo, pero por el momento tampoco lo genera. El crecimiento significativo de Alemania y Francia de principios de año podría dar un impulso a las ventas de productos españoles, favoreciendo la marcha de la industria el próximo trimestre. Ello empujaría la creación de empleo en este sector.

La EPA también nos proporciona información relevante acerca de cómo evolucionan las condiciones laborales de los distintos grupos socioeconómicos. Los datos del pri-

**El sector servicios muestra un buen tono en el mes de abril.**

**La tasa de paro juvenil supera el 45%.**

<b>EMPLEO ESTIMADO</b>						
Primer trimestre 2011						
	Ocupados (miles)	Variación trimestral		Variación anual		% participación
		Absoluta	%	Absoluta	%	
<b>Por sectores</b>						
Agricultura	783,2	-21,3	-2,6	-52,0	-6,2	4,3
No agrarios	17.368,5	-235,1	-1,3	-190,4	-1,1	95,7
<i>Industria</i>	2.540,8	-82,0	-3,1	-59,0	-2,3	14,0
<i>Construcción</i>	1.494,0	-78,5	-5,0	-169,0	-10,2	8,2
<i>Servicios</i>	13.333,7	-74,6	-0,6	37,6	0,3	73,5
<b>Por empleadores</b>						
Sector privado	14.965,8	-273,9	-1,8	-340,0	-2,2	82,4
Sector público	3.185,9	17,4	0,5	97,5	3,2	17,6
<b>Por situación profesional</b>						
Asalariados	15.120,8	-193,4	-1,3	-132,5	-0,9	83,3
<i>Contrato indefinido</i>	11.374,8	-139,1	-1,2	-157,9	-1,4	62,7
<i>Contrato temporal</i>	3.746,0	-54,3	-1,4	25,5	0,7	20,6
No asalariados	3.024,8	-59,3	-1,9	-106,0	-3,4	16,7
<i>Empresarios empleadores</i>	974,4	-38,8	-3,8	-73,5	-7,0	5,4
<i>Empresarios no empleadores</i>	1.896,7	-36,6	-1,9	-15,9	-0,8	10,4
<i>Ayudas familiares</i>	153,7	16,1	11,7	-16,6	-9,7	0,8
Otros	6,1	-3,8	-38,4	-4,0	-39,6	0,0
<b>Por tiempo de ocupación</b>						
A tiempo completo	15.585,3	-348,4	-2,2	-357,1	-2,2	85,9
A tiempo parcial	2.566,4	91,9	3,7	114,7	4,7	14,1
<b>Por sexos</b>						
Varones	10.059,0	-150,7	-1,5	-180,9	-1,8	55,4
Mujeres	8.092,7	-105,8	-1,3	-61,5	-0,8	44,6
<b>TOTAL</b>	<b>18.151,7</b>	<b>-256,5</b>	<b>-1,4</b>	<b>-242,5</b>	<b>-1,3</b>	<b>100,0</b>

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

## El paro de larga duración sigue creciendo.

mer trimestre ponen de manifiesto las diferencias importantes en el comportamiento del empleo y del paro según las características del trabajador. Por ejemplo, en el gráfico siguiente se observa que el incremento del paro sigue afectando más a los grupos menos favorecidos. Por un lado, el total de desempleados menores de 25 años continuó su tendencia alcista hasta alcanzar una tasa de paro del 45,4%. Según la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), ello fue, en parte, resultado del mercado dual español, en el que los contratos temporales predominan entre el núcleo de población más joven, y los ocupados más veteranos cuentan con una mayor protección.

En este sentido, el Fondo Monetario Internacional alerta de que una elevada tasa de paro juvenil de forma persistente puede mermar las capacidades productivas de este grupo. En este contexto, otra variable poco optimista la otorga el incremento del paro de larga duración, que se ha más que duplicado durante la recesión económica hasta el 46,6% del total de parados en

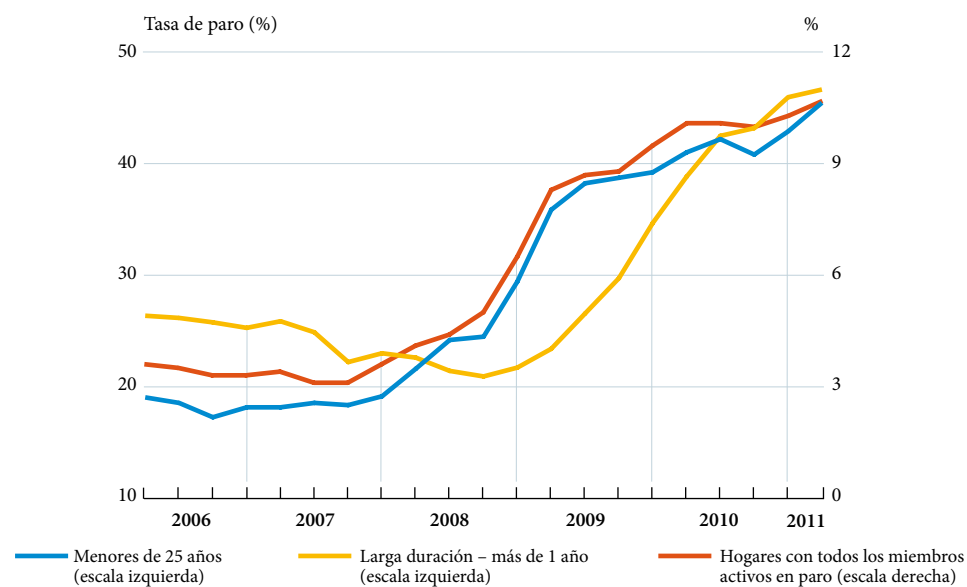
el primer trimestre del año. En efecto, los estudios muestran que, en igualdad de condiciones, este colectivo tiene una probabilidad sustancialmente menor de encontrar empleo en relación con otros parados. Finalmente, el porcentaje de hogares con todos los miembros activos en paro también continuó aumentando en el primer trimestre de 2011.

Por otro lado, el dinamismo del mercado de trabajo es heterogéneo entre comunidades autónomas, como se observa en la tabla siguiente. Así, el País Vasco tiene la menor tasa de desempleo, del 11,6%, que contrasta con la de Andalucía, del 29,7%.

Las diferencias en el avance del empleo entre regiones se explican, en parte, por el progreso dispar de la ocupación por sectores. Así, las comunidades autónomas que experimentaron tasas menos negativas o positivas en la variación del número de ocupados en el sector privado en el primer trimestre se corresponden, en general, con aquellas que destruyeron poco o incluso crearon puestos de trabajo en el conjunto de

## Diferencias notables en la evolución del mercado laboral entre regiones.

### EL PARO CONTINÚA AUMENTANDO ENTRE LOS GRUPOS MÁS VULNERABLES



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.



la economía. A modo ilustrativo, cabe señalar el hecho de que, mientras en el último año el empleo en el sector privado en Cataluña aumentó alrededor de 12.000 personas, en el conjunto de la economía se destruyeron 340.000. Dado que el sector privado tiene el mayor volumen de masa laboral y refleja mejor el vigor de la actividad económica, la generación de empleo en este sector en algunas regiones podría indicar un cambio de tendencia en los próximos meses. Por el momento, no obstante, en el total de la economía tan solo las administraciones y las empresas públicas crearon ocupación en el primer trimestre, cerca de 100.000 puestos de trabajo con respecto al mismo trimestre del año anterior.

En definitiva, como resultado de los datos más recientes del mercado de trabajo y de

nuestras proyecciones de crecimiento del producto interior bruto, bastante moderadas para 2011, se espera una mejora muy gradual de la trayectoria del empleo. El hecho de que los datos para el mes de abril hayan sido más favorables para el sector servicios augura un mejor comportamiento en el segundo trimestre. A ello podría contribuir también el crecimiento elevado de la Europa no periférica, que podría dar un impulso al sector exterior y, así, al empleo tanto del sector servicios como de la industria. Con todo, se estima un retroceso del total de ocupados de aproximadamente un 0,7% para el conjunto del año, por lo que la posibilidad de creación de empleo no tendrá lugar hasta mediados de 2012.

**El sector público genera empleo, mientras que el privado lo destruye.**

## POBLACION ACTIVA, EMPLEO Y PARO POR COMUNIDADES AUTÓNOMAS

Primer trimestre 2011

	Activos			Ocupados			Parados			Tasa de paro (%)
	Total (miles)	Variación anual	% variación anual	Total (miles)	Variación anual	% variación anual	Total (miles)	Variación anual	% variación anual	
Andalucía	4.001	29	0,7	2.814	-77	-2,7	1.188	107	9,9	29,7
Aragón	644	-12	-1,8	528	-28	-5,0	116	16	16,0	17,9
Asturias	477	-6	-1,3	391	-13	-3,2	87	7	8,5	18,2
Baleares	568	0	-0,1	424	-17	-3,9	144	17	13,1	25,4
Canarias	1.095	7	0,7	783	-4	-0,5	312	11	3,7	28,5
Cantabria	274	-4	-1,3	229	-8	-3,4	45	5	11,4	16,4
Castilla y León	1.177	5	0,4	973	-13	-1,4	205	19	10,0	17,4
Castilla-La Mancha	992	8	0,9	776	5	0,6	216	4	1,8	21,8
Cataluña	3.827	52	1,4	3.100	1	0,0	728	51	7,6	19,0
Comunidad Valenciana	2.487	-43	-1,7	1.887	-60	-3,1	600	17	2,9	24,1
Extremadura	499	13	2,6	374	2	0,4	125	11	9,6	25,1
Galicia	1.307	10	0,7	1.081	-16	-1,5	227	26	12,9	17,3
Madrid	3.384	-32	-0,9	2.862	-2	-0,1	522	-30	-5,5	15,4
Murcia	734	0	0,0	542	-22	-3,9	192	22	12,9	26,2
Navarra	311	5	1,6	270	1	0,4	42	4	10,3	13,4
País Vasco	1.063	21	2,0	940	11	1,2	124	10	8,6	11,6
La Rioja	156	0	0,0	132	0	-0,2	24	0	1,3	15,4
Ceuta y Melilla	65	3	4,3	49	0	0,6	16	2	17,8	24,5
<b>Total</b>	<b>23.062</b>	<b>55</b>	<b>0,2</b>	<b>18.152</b>	<b>-243</b>	<b>-1,3</b>	<b>4.910</b>	<b>298</b>	<b>6,5</b>	<b>21,3</b>

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

## Precios

**Los productos energéticos elevan la inflación hasta el 3,8% en abril...**

**...y arrastran la inflación subyacente cuatro décimas, hasta el 2,1%.**

### La inflación se mantiene al alza por el repunte de los precios del petróleo

El mes de abril volvió a estar marcado por la continuidad de la evolución alcista del precio del petróleo, de forma que la tasa de variación interanual del índice de precios de consumo (IPC) aumentó dos décimas, hasta el 3,8%, la tasa más alta desde septiembre de 2008. Sin embargo, esperamos que este mes la inflación haya marcado su máximo y que a partir de ahora vaya remitiendo paulatinamente, con una bajada algo más pronunciada a principios del verano, cuando desaparezcan los efectos de base de la subida de los impuestos indirectos. Este gradual descenso podría situar la inflación en el 2,4% en diciembre.

La trayectoria de la inflación depende en gran medida del comportamiento de los

precios energéticos. Una muestra de ello lo denota el hecho de que, de la tasa del 3,8%, casi un punto y medio es directamente atribuible al componente de los combustibles y carburantes. En este sentido, nuestras previsiones se fundamentan en un escenario de precios del crudo elevados pero más estables, con un promedio del importe del Brent en 2011 de alrededor de 107 dólares/barril.

De forma indirecta, el repunte de las materias primas se ha dejado notar en los elementos más sensibles a estas. Este es el caso de los alimentos elaborados y del viaje organizado, que contribuyeron de forma significativa a la subida de la inflación en el mes de abril. A su vez, ello significó un incremento de la inflación subyacente, que excluye los alimentos no elaborados y los productos energéticos, de cuatro déci-

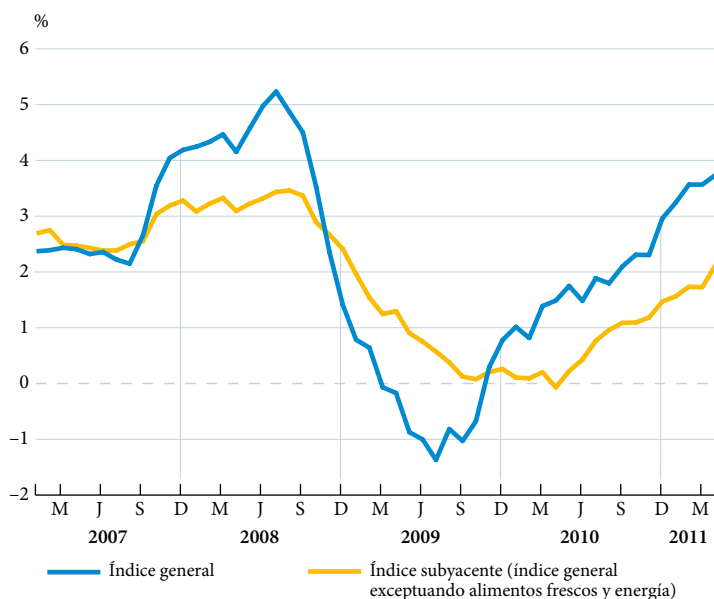
### ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO

	2010			2011		
	% variación mensual	% variación s/diciembre 2009	% variación anual	% variación mensual	% variación s/diciembre 2010	% variación anual
Enero	-1,0	-1,0	1,0	-0,7	-0,7	3,3
Febrero	-0,2	-1,2	0,8	0,1	-0,6	3,6
Marzo	0,7	-0,5	1,4	0,7	0,1	3,6
Abril	1,1	0,6	1,5	1,2	1,4	3,8
Mayo	0,2	0,8	1,8			
Junio	0,2	1,0	1,5			
Julio	-0,4	0,6	1,9			
Agosto	0,3	0,8	1,8			
Septiembre	0,1	0,9	2,1			
Octubre	0,9	1,8	2,3			
Noviembre	0,5	2,4	2,3			
Diciembre	0,6	3,0	3,0			

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

## LA TENDENCIA ALCISTA DE LOS PRECIOS ENERGÉTICOS HACE REPUNTAR TAMBIÉN LA INFLACIÓN SUBYACENTE

Variación interanual del IPC



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

mas, hasta el 2,1%. Tras este dato, nuestras proyecciones de la inflación subyacente para el conjunto del año 2011 se emplazan en el 2,0%.

No obstante, descontadas estas partidas más influyentes, la inflación tanto en los servicios como en los bienes industriales no energéticos sigue en cotas relativamente moderadas, por lo que su contribución a la tasa general es bastante menor. Esto último se debe en gran parte a la debilidad de la demanda interna y a la elevada tasa de paro, que evitan que haya efectos de segunda ronda.

Por tanto, gran parte de la inflación en España está siendo protagonizada por el fuerte aumento de precios de los elementos más volátiles, al igual que en el resto de la zona del euro. Dada la tasa de inflación elevada en la mayoría de países de la zona del euro, el Banco Central Europeo (BCE) subió el pasado mes de abril el tipo de interés de referencia 25 puntos básicos, hasta

el 1,25%. En este entorno, el incremento de la inflación en abril para el conjunto de la eurozona hasta el 2,8% augura nuevas subidas del tipo de interés en los próximos meses, especialmente si las tensiones inflacionistas persisten.

El repunte de las presiones inflacionistas, además de reducir el poder adquisitivo de las familias, pone trabas a las ganancias de competitividad de la economía española. Ello se pone de manifiesto cuando se observa el índice de precios industriales, que refleja la variación de los precios de los bienes industriales cobrados por el fabricante. En efecto, la tabla siguiente muestra que los precios industriales continuaron su perfil ascendente y subieron dos décimas en el mes de marzo, hasta el 7,8% interanual. El incremento de los precios de los productos industriales fue generalizado en todos los componentes, pero fue especialmente intenso entre los bienes energéticos. El hecho de que el aumento de los precios industriales, durante los últimos

**El BCE podría subir de nuevo el tipo de interés si las tensiones inflacionistas persisten.**

**Los costes de producción aumentan más que en la zona del euro.**

## ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO POR GRUPOS DE COMPONENTES

Abril

	Índices (*)	% variación mensual		% variación s/diciembre anterior		% variación anual	
		2010	2011	2010	2011	2010	2011
<b>Por clases de gasto</b>							
Alimentos y bebidas no alcohólicas	109,4	-0,1	0,3	-0,9	0,6	-1,9	2,2
Bebidas alcohólicas y tabaco	148,7	0,0	-0,1	2,9	2,5	12,1	14,7
Vestido y calzado	104,1	9,5	9,6	-4,0	-4,1	-0,9	0,4
Vivienda	124,1	0,7	0,7	2,0	4,3	3,4	8,0
Menaje	108,5	0,3	0,5	-0,3	0,0	0,2	1,2
Medicina	96,3	0,0	-0,1	0,1	0,0	-1,7	-1,3
Transporte	118,4	1,5	1,0	4,9	4,9	8,3	9,3
Comunicaciones	98,7	-0,9	0,2	-0,9	0,1	-1,3	0,3
Ocio y cultura	98,1	-0,2	1,5	-1,1	0,6	-2,5	0,6
Enseñanza	117,1	0,0	0,0	0,1	0,0	2,6	2,2
Hoteles, cafés y restaurantes	115,0	0,5	0,6	0,9	1,1	0,9	1,9
Otros	115,0	0,2	0,2	1,5	1,8	1,9	3,2
<b>Agrupaciones</b>							
Alimentos con elaboración	116,3	-0,4	0,4	-0,5	1,4	0,5	4,5
Alimentos sin elaboración	109,0	0,5	-0,1	-0,3	-0,5	-1,3	2,4
Conjunto no alimentario	111,9	1,4	1,5	0,9	1,5	1,9	3,8
Bienes industriales	110,0	2,7	2,5	1,2	1,9	3,0	5,4
<i>Productos energéticos</i>	<i>136,6</i>	<i>2,7</i>	<i>1,7</i>	<i>8,2</i>	<i>10,2</i>	<i>16,7</i>	<i>17,7</i>
<i>Carburantes y combustibles</i>	<i>134,3</i>	<i>3,7</i>	<i>2,3</i>	<i>10,7</i>	<i>10,9</i>	<i>21,3</i>	<i>18,7</i>
<i>Bienes industriales sin productos energéticos</i>	<i>101,1</i>	<i>2,7</i>	<i>2,9</i>	<i>-1,2</i>	<i>-1,2</i>	<i>-1,5</i>	<i>0,9</i>
Servicios	113,8	0,1	0,5	0,6	1,2	0,8	2,2
Inflación subyacente (**)	109,7	0,9	1,3	-0,2	0,4	-0,1	2,1
<b>ÍNDICE GENERAL</b>	<b>112,5</b>	<b>1,1</b>	<b>1,2</b>	<b>0,6</b>	<b>1,4</b>	<b>1,5</b>	<b>3,8</b>

NOTAS: (\*) Base 2006 = 100.

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

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

### El diferencial de inflación respecto a la zona del euro se sitúa en siete décimas.

meses, en el promedio de la zona del euro fuera menor que en España conlleva una pérdida de competitividad. Así, en el mes de marzo, la tasa de crecimiento interanual de los precios industriales fue más de un punto menor en la zona del euro que en España.

Esta merma de competitividad también se observa en el diferencial de inflación con respecto a la zona del euro, principal socio comercial de la economía española, que continúa siendo bastante importante. Se-

gún datos de Eurostat, la variación interanual del índice de precios armonizado de la zona del euro se situó en el 2,8%, mientras que el registrado en España fue del 3,5%. Parte de esta brecha responde a los cambios impositivos introducidos en España durante el segundo trimestre del año 2010 y, por tanto, debería reducirse una vez su efecto base desaparezca. Así pues, es probable que el diferencial de precios vuelva a acotarse de nuevo en los próximos meses, especialmente si los precios del petróleo frenan su tendencia alcista.

## INDICADORES DE INFLACIÓN

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	Precios agrarios	Índice de precios industriales					Precios de importación			Deflactor del PIB (*)	
		Índice general	Bienes de consumo	Bienes de equipo	Bienes intermedios	Bienes energéticos	Total	Bienes de consumo	Bienes de capital		Bienes intermedios (**)
<b>2010</b>											
Febrero	1,0	1,1	-0,6	0,0	-0,4	6,8	4,8	-0,5	0,3	1,5	0,6
Marzo	5,6	2,3	-0,1	0,0	0,4	10,1	7,4	1,2	0,5	4,3	-
Abril	2,8	3,7	0,1	-0,1	2,4	13,1	8,5	2,1	0,7	6,7	-
Mayo	13,7	3,8	0,2	-0,1	3,5	12,0	10,2	4,2	1,6	9,9	0,5
Junio	8,6	3,2	0,3	0,1	3,7	8,7	10,1	5,3	2,0	10,9	-
Julio	4,5	3,3	0,2	0,2	3,2	9,8	9,3	4,9	2,0	10,5	-
Agosto	5,1	2,7	0,0	0,5	3,4	7,0	8,7	6,0	1,8	10,2	1,3
Septiembre	8,0	3,4	0,2	0,5	4,0	9,1	9,2	6,9	1,8	10,7	-
Octubre	10,3	4,1	0,6	0,5	4,3	10,5	8,6	6,4	1,7	10,5	-
Noviembre	10,3	4,4	0,9	0,6	5,1	10,7	9,2	7,7	2,2	11,0	1,4
Diciembre	8,5	5,3	1,3	0,7	5,7	13,5	10,3	8,1	2,4	11,8	-
<b>2011</b>											
Enero	...	6,8	1,5	1,0	6,8	17,3	11,9	7,6	2,0	12,4	-
Febrero	...	7,6	1,9	1,0	7,9	18,3	11,1	6,3	1,4	13,1	1,8
Marzo	...	7,8	2,1	1,2	8,0	18,8	10,7	5,5	1,1	11,9	-

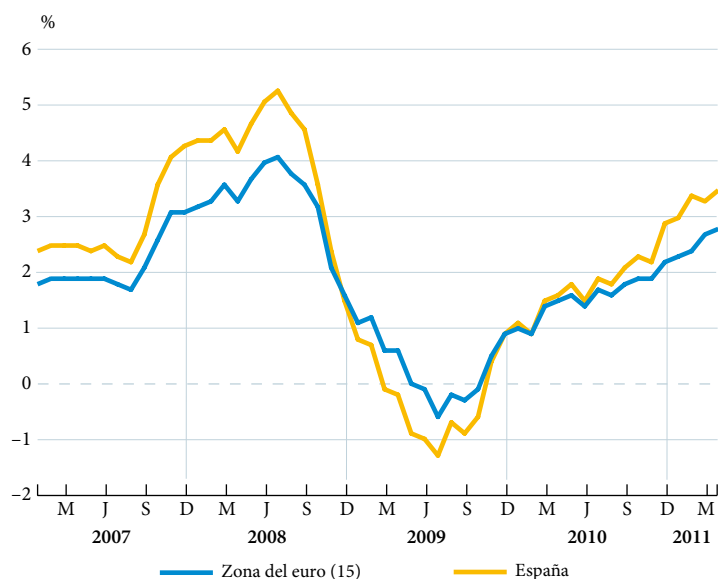
NOTAS: (\*) Datos corregidos de estacionalidad y calendario.

(\*\*) Excepto energía.

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

## SE MANTIENE EL DIFERENCIAL DE INFLACIÓN RESPECTO A LA ZONA DEL EURO

Variación interanual del IPCA



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

## Sector exterior

### El sector exterior impulsa la economía en el primer trimestre

El repunte de la demanda exterior volvió a ser el principal artífice de la recuperación económica española en el primer trimestre de 2011. Según los datos de la contabilidad nacional, la aportación del sector exterior al crecimiento trimestral del producto interior bruto (PIB) fue del 0,3%, lo que permitió superar la debilidad de la demanda interna. El dinamismo del comercio internacional, la recuperación de la econo-

mía europea y el repunte del turismo impulsaron las exportaciones de bienes y servicios. Se espera que este contexto favorable se prolongue en lo que resta de año, manteniendo la contribución positiva del sector exterior. No será hasta 2012 que la demanda interna vuelva a tomar las riendas de la economía española.

Este buen comportamiento de las exportaciones ha sido generalizado entre los distintos sectores económicos. Los datos de aduanas señalan los sectores exportadores

**La demanda exterior contribuye en 3 décimas al crecimiento del primer trimestre.**

## COMERCIO EXTERIOR

Enero-marzo 2011

	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	
<b>Por grupos de productos</b>								
Energéticos	13.807	38,4	21,1	2.802	85,6	5,3	-11.004	20,3
Bienes de consumo	14.893	6,5	22,7	18.036	13,9	34,2	3.143	121,1
<i>Alimenticios</i>	3.685	10,8	5,6	6.734	12,5	12,8	3.049	182,7
<i>No alimenticios</i>	11.208	5,2	17,1	11.302	14,7	21,4	94	100,8
Bienes de capital	4.276	4,6	6,5	4.640	37,8	8,8	364	108,5
Bienes intermedios no energéticos	32.533	20,3	49,7	27.260	23,8	51,7	-5.273	83,8
<b>Por áreas geográficas</b>								
Unión Europea	34.837	13,3	53,2	35.249	19,0	66,8	412	101,2
<i>Zona del euro</i>	28.403	14,7	43,4	28.636	16,7	54,3	233	100,8
Otros países	30.670	26,0	46,8	17.488	33,5	33,2	-13.182	57,0
<i>Rusia</i>	2.244	90,1	3,4	567	54,3	1,1	-1.676	25,3
<i>EEUU</i>	2.747	28,8	4,2	2.053	48,5	3,9	-694	74,7
<i>Japón</i>	922	1,7	1,4	439	30,0	0,8	-483	47,6
<i>América Latina</i>	3.797	26,3	5,8	3.001	35,6	5,7	-796	79,0
<i>OPEP</i>	6.850	30,0	10,5	1.839	23,4	3,5	-5.011	26,8
<i>Resto</i>	14.111	19,1	21,5	9.590	31,2	18,2	-4.522	68,0
<b>TOTAL</b>	<b>65.508</b>	<b>18,9</b>	<b>100,0</b>	<b>52.737</b>	<b>23,4</b>	<b>100,0</b>	<b>-12.770</b>	<b>80,5</b>

FUENTES: Ministerio de Economía y elaboración propia.

de bienes intermedios como los más dinámicos en los primeros meses de 2011, debido a la recuperación de la actividad industrial en el seno de la Unión Europea. Así, los bienes de equipo y las semimanufacturas no químicas registraron, en el primer trimestre del año, crecimientos interanuales del 26,1% y del 32,0% respectivamente. Además de estos productos, y sin tener en cuenta el intenso incremento de las exportaciones de materias primas y productos energéticos debido a su escaso peso relativo, destaca la mejora gradual del sector del automóvil. Las ventas de coches y motos al exterior se recuperaron en el primer trimestre, tras el estancamiento registrado en la segunda mitad del año pasado, fruto del fin de las ayudas para la compra de automóviles.

Como consecuencia, las exportaciones de bienes aumentaron un 23,4% interanual en el primer trimestre. Si tenemos en cuenta la variación del volumen de las exportaciones, neta del efecto de los precios, esta cifra se reduce hasta el 15,8%. En el caso de las importaciones, esta diferencia entre su

variación nominal y real es mucho mayor, debido al intenso repunte del precio del petróleo y del resto de materias primas. Esto explica por qué, a pesar de la contribución positiva del sector exterior en el primer trimestre del año, el déficit comercial se deterioró en marzo.

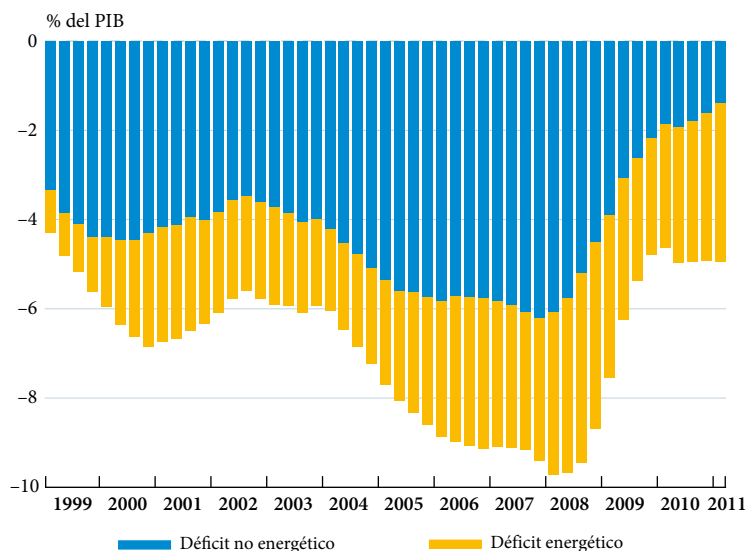
En efecto, el análisis de los datos acumulados de los últimos doce meses, que permite captar mejor la tendencia a largo plazo, muestra que el déficit comercial se elevó hasta los 52.689 millones de euros en marzo, lo que equivale al 4,9% del PIB. Esta cifra representa un aumento de tres décimas respecto al mínimo alcanzado en marzo de 2010. Como muestra el gráfico siguiente, fue el ensanchamiento del desequilibrio energético el motivo de este aumento del déficit, superando el buen comportamiento del componente no energético. Para lo que queda de año, se espera que una reducción paulatina del precio de las materias primas y el buen pulso de la economía europea reduzcan ligeramente el déficit comercial español, aunque manteniéndose a niveles similares a los de 2010.

**Intenso repunte de las exportaciones de bienes intermedios.**

**El aumento del precio del petróleo empaña la recuperación del saldo no energético.**

## EL SALDO ENERGÉTICO REPRESENTA EL 70% DEL DÉFICIT COMERCIAL

Saldo comercial desglosado por productos



FUENTES: Ministerio de Economía y elaboración propia.

**El déficit corriente se sitúa en los 48.370 millones de euros en febrero.**

**El repunte del turismo permitirá corregir el déficit corriente hasta el 4,3% del PIB en 2011.**

## El turismo será la principal vía de reducción del déficit corriente

A pesar de este deterioro del saldo comercial, los datos de la balanza de pagos muestran una reducción del déficit corriente en febrero situándose, en términos acumulados de los últimos doce meses, en los 48.370 millones de euros. Este nivel se asemeja al registrado durante 2005. El motivo de esta mejora es la reducción del déficit de la balanza de rentas. El resto de componentes se mantuvieron prácticamente estables.

Sin embargo, más allá de lo que nos pueden decir las comparaciones mensuales, influidas por efectos de calendario, las tendencias de fondo señalan al turismo como principal responsable de la correc-

ción del déficit corriente durante los últimos meses. El repunte del turismo, intensificado por el estallido de los conflictos políticos en el norte de África, ha aumentado sobremanera los ingresos de la balanza de servicios durante los dos primeros meses del año. Las buenas noticias referentes a la entrada de turistas en los meses de marzo y abril, con un crecimiento conjunto del 11,3% respecto a los mismos meses de 2010, son una señal esperanzadora de lo que puede hacer el turismo a lo largo de este año.

Esta mejora permitirá corregir alrededor de dos décimas el déficit corriente de 2011, hasta el 4,3% del PIB. Esta pequeña reducción se deberá al estancamiento del saldo de la balanza de bienes y un más que probable incremento del déficit de rentas, ante

### BALANZA DE PAGOS

Febrero 2011

	Acumulado año		Doce últimos meses		
	Saldo en millones de euros	% variac. anual	Saldo en millones de euros	Variación anual	
				Absoluta	%
<b>Balanza corriente</b>					
Balanza comercial	-7.410	4,1	-47.390	-6.013	14,5
Servicios					
<i>Turismo</i>	3.009	9,6	27.222	1.229	4,7
<i>Otros servicios</i>	-375	5,1	969	1.862	-
Total	2.634	10,3	28.191	3.091	12,3
Rentas	-3.784	18,9	-22.297	4.336	-16,3
Transferencias	-3.416	-4,7	-6.874	2.288	-25,0
<b>Total</b>	<b>-11.976</b>	<b>4,2</b>	<b>-48.370</b>	<b>3.702</b>	<b>-7,1</b>
<b>Cuenta de capital</b>	<b>1.439</b>	<b>-6,5</b>	<b>6.362</b>	<b>1.216</b>	<b>23,6</b>
<b>Balanza financiera</b>					
Inversiones directas	-1.116	-	-9.449	-20.789	-
Inversiones de cartera	31.925	-	68.818	35.660	107,5
Otras inversiones	-13.170	-	-22.965	-21.370	-
<b>Total</b>	<b>17.639</b>	<b>97,0</b>	<b>36.404</b>	<b>-6.498</b>	<b>-15,1</b>
Errores y omisiones	463	-	-1.157	4.652	-80,1
Variación de activos del Banco de España	-7.564	-	6.762	-2.817	-29,4

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.



el aumento de los costes de financiación exigidos a la deuda española por los mercados.

Por lo que se refiere a los flujos financieros, destaca la elevada inversión en cartera en el mes de febrero, con una entrada neta de 16.211 millones de euros. Esta cifra, junto a la también importante entrada registrada el mes anterior, convierten a la inversión en cartera en la principal fuente de financiación del exterior durante los últimos

doce meses. Una posición que ostentaba hasta mediados del año pasado el recurso al Banco Central Europeo por parte de las entidades financieras españolas. Esta reducción fue fruto de la apertura gradual de los mercados de financiación durante el primer trimestre de 2011. Se espera que las recientes tensiones aparecidas de nuevo en la prima de riesgo se relajen durante los próximos meses, manteniendo el recurso al Eurosistema en niveles reducidos.

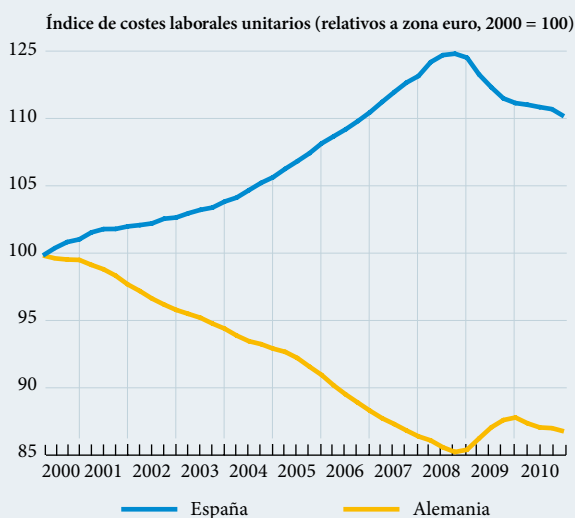
**La inversión en cartera se sitúa como la principal fuente de financiación.**

## Exportación fuerte, competitividad débil: ¿una extraña pareja?

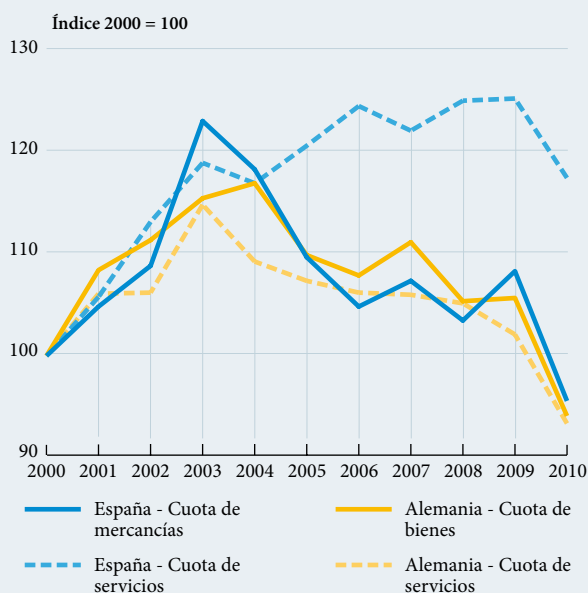
Durante el periodo de bonanza económica que precedió a la crisis, España sufrió un deterioro progresivo tanto de su déficit por cuenta corriente como de su competitividad-precio en relación a sus socios de la zona del euro, en especial, Alemania. Dicha coincidencia dio pie a que muchos vieran en esa pérdida de ventaja competitiva la causa principal del abultado desequilibrio exterior. Sin embargo, existe un dato que incomoda dicha tesis: en la última década, la cuota de exportación de las mercancías españolas se ha mantenido prácticamente estable tanto a nivel mundial como dentro de la eurozona y la de servicios, incluso, ha mejorado (véanse los gráficos siguientes). ¿Cómo se explica esa relativa fortaleza de la exportación española ante la persistente pérdida de competitividad?

### LOS COSTES AUMENTAN PERO LA EXPORTACIÓN RESISTE

Competitividad coste



Cuota mundial de exportación



NOTA: Medias móviles de cuatro trimestres.

FUENTES: FMI DOTS, OCDE, OMC y elaboración propia.

En el periodo 2000-2010, el diferencial de precios y costes respecto al conjunto de la eurozona siguió una trayectoria adversa a los intereses españoles. A pesar de la corrección que acarrió la crisis, el diferencial entre los costes laborales unitarios en España y los de la zona del euro aumentó un 10%. Asimismo, el Banco de España sitúa la pérdida de competitividad en términos de precios al consumo en el 10,1% y, al tomar como referencia los precios de la exportación, en un 5,7%. Ello se explica, fundamentalmente, por una inflación reiteradamente mayor en España que no se vio compensada por un crecimiento de la productividad igualmente superior. Por otra parte, la relativa estabilidad de la cuota de exportación también es un hecho: a nivel global, se mantuvo en torno al 1,7% en mercancías y cercana al 3,5% en servicios, mientras que la cuota de bienes y servicios dentro de la zona del euro no se ha alejado del 3,5%. La reconciliación de ambos datos podría venir por un posible *shock* externo que hubiera sesgado la demanda a favor de los productos españoles, por un cambio en la composición de la cesta exportadora o por una lectura excesivamente simplista de los indicadores convencionales de competitividad-precio.

La hipótesis que vincula la trayectoria de la exportación española a un crecimiento desproporcionado de los mercados a los que se dirige –lo cual habría sesgado la demanda a su favor–, no halla excesivo respaldo en los datos. España exporta relativamente poco hacia las economías que más han crecido en los 2000 –China, India o sus vecinos del Sudeste asiático–. En contrapartida, los países del euro, destino de casi dos tercios de las exportaciones españolas, han registrado tasas de crecimiento relativamente modestas.

Tampoco parece plausible que la fortaleza de la exportación española se deba a cambios en la composición de la cesta exportadora. La evidencia esboza una estructura sin variaciones notables: en bienes, ha mantenido un claro sesgo hacia sectores de contenido tecnológico medio-bajo puesto que las mercancías de contenido alto no han conseguido mejorar su cupo del 5%. En servicios, sí se observa un mayor dinamismo, con una participación creciente de categorías de gama alta (el peso de los servicios empresariales ha pasado del 15,3% en el 2000 al 23,3% en el 2010, y el de servicios informáticos, del 3,9% al 5,2%) pero el turismo sigue llevándose la palma aun habiendo menguado su contribución del 57% al 42%. Otro dato que no encaja con cambios significativos en la composición de las exportaciones españolas es la estabilidad de la cuota de mercado en prácticamente todos los sectores manufactureros.

Así pues, nos queda una hipótesis: que la relación aparentemente contradictoria entre cuota de exportación y competitividad se explique por posibles carencias asociadas a los indicadores habituales de competitividad. En primer lugar, pueden estar sobreestimando la pérdida de competitividad-precio, es decir, puede que el sector exportador no haya perdido (tanta) ventaja competitiva en precios como de ellos se desprende. Al fin y al cabo, el tipo de cambio efectivo real no deja de ser una medida agregada y, como tal, puede no reflejar correctamente la realidad de un entramado empresarial muy heterogéneo. En ese sentido, la evidencia confirma que las empresas exportadoras en España se distinguen claramente del resto: no solo acostumbran a ser de mayor tamaño y más innovadoras sino que, además, revelan niveles de productividad y competitividad superiores a la media.

Estudios recientes constatan que, durante el periodo 2000-08, las empresas con más de 200 empleados fueron las que más aumentaron sus exportaciones y las que menos rápidamente vieron avanzar sus costes laborales unitarios (CLU).<sup>(1)</sup> También se observa que los CLU de las empresas españolas de mayor tamaño (>500 empleados) crecieron a menor ritmo que los de sus homólogas alemanas, francesas o italianas mientras que, según un estudio de Fedea-McKinsey de 2010, su productividad se estima comparable. Si, además, tenemos en cuenta que es, precisamente, la competitividad de esas empresas que más exportan la que acaba determinando el comporta-

(1) Véase Antrás, Segura y Rodríguez (2010). «Firms in international trade with an application to Spain». [http://www.economics.harvard.edu/faculty/antras/files/Ponencia\\_SAE.pdf](http://www.economics.harvard.edu/faculty/antras/files/Ponencia_SAE.pdf)

miento de las exportaciones españolas, los indicadores agregados de competitividad-precio estarían excesivamente sesgados, infravalorando la competitividad externa de la economía española. Ello explicaría parte de la desconexión entre la aceptable trayectoria de dicha exportación y la pérdida de competitividad agregada.

El resto cabe atribuirlo a otra carencia de los indicadores de competitividad-precio: su incapacidad de capturar cambios en la calidad del producto exportado. Así pues, si solo se tiene en cuenta la evolución de dichos indicadores para sacar conclusiones relativas a la competitividad, está sobreestimándose la influencia de los precios sobre el desempeño exportador. De ser así (y así es cuando se juzga contradictoria la desconexión entre apreciación del tipo de cambio real y la estabilidad de la cuota de exportación) estaríamos ante una réplica de la famosa paradoja de Kaldor, economista húngaro-británico que, ya en 1978, constató que el éxito exportador de un país no iba necesariamente ligado al retroceso de los precios.

Por fortuna, su famosa paradoja dejó de serlo cuando los nuevos modelos de comercio internacional incorporaron el comercio en productos diferenciados y demostraron, a nivel formal, que las empresas no solo compiten vía precios (como establecían los modelos clásicos de comercio en bienes homogéneos) sino también vía grado de diferenciación, nivel de calidad o poder de marca. En ese sentido, un estudio reciente de Goldman Sachs confirma que, en el caso español, el factor calidad ha sido determinante. Sus resultados muestran que España es el país de la eurozona con una menor elasticidad-precio de la demanda de sus exportaciones, consecuencia de su especialización en sectores poco sometidos a presiones sobre precios (de contenido tecnológico medio y medio-bajo) y en los cuales la competencia en calidad es determinante.<sup>(2),(3)</sup> Ello justificaría la relativa inmunidad de la cuota de exportación a la pérdida de competitividad-precio.

En definitiva, existen razones para creer que la fortaleza de la exportación española se debe a que la pérdida de competitividad durante los años de bonanza no fue tan dañina como se temía para la empresa exportadora española al ser esta distinta a la media y a que, en todo caso, la competencia que esta afronta ya no solo se dirige en base a precios sino, sobre todo, en base a estrategias de diferenciación. Con todo, la competitividad a medio y largo plazo sigue exigiendo mejoras sostenidas en la productividad, unas mejoras que, por ahora, se han quedado cortas. Esa sí es una asignatura pendiente.

(2) Goldman Sachs Global Economics (January, 2011), «Euro-zone competitiveness: Price is not all, quality also matters».

(3) Los datos también indican que la exportación española hacia países emergentes es más sensible a la evolución de los precios. Véase Vollmer, Martínez-Zardoso y Nowak-Lehmann (2009), «Unit Values, Productivity, and Trade Determinants of Spanish Export Strength», *Global Economy Journal*.

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

## Sector público

### Logros y retos tras un año de ajuste fiscal

El pasado mes de mayo se cumplió un año de la decisión, por parte del Ejecutivo español, de adoptar un nuevo e importante paquete de ajustes fiscales para corregir el desequilibrio de las cuentas públicas. Desde entonces, se han realizado importantes progresos en materia de consolidación fiscal. En efecto, las medidas de ajuste consiguieron revertir la tendencia del déficit público en 2010, situándolo incluso una décima por debajo del objetivo marcado en el plan de ajuste fiscal. Las perspectivas para este año apuntan de nuevo hacia una intensa reducción del déficit que, según nuestras previsiones, se situará ligeramente por encima del 6,0% esperado por el

Gobierno. Como consecuencia, la rentabilidad de la deuda española se ha desmarcado de la del resto de países periféricos. Sin embargo, aún existen algunos obstáculos, tanto a nivel estatal como europeo, que deben superarse para recuperar la confianza y la credibilidad de los mercados. Los próximos meses se presentan claves para alcanzar dicho propósito.

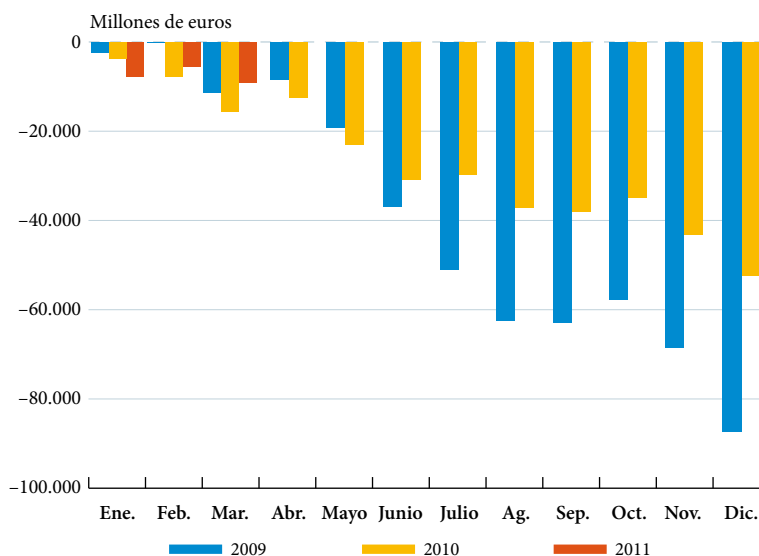
Según los datos publicados por el Ministerio de Economía y Hacienda, el ajuste fiscal sigue a buen ritmo. Así, el déficit de caja del Estado acumulado en el primer trimestre se redujo hasta el 0,85% del producto interior bruto (PIB), seis décimas por debajo del registrado en el mismo periodo del año anterior. Esta mejora también se observa en términos de contabili-

**Las cuentas públicas mantienen su proceso de consolidación tras un año desde el inicio del ajuste fiscal.**

**El déficit de caja se reduce en seis décimas, hasta el 0,85% del PIB.**

### EL DÉFICIT DE CAJA MANTIENE SU CORRECCIÓN EN 2011

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



FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda.

dad nacional, con una disminución de la necesidad de financiación del Estado de dos décimas, situándose en el 0,64% del PIB. De acuerdo con el plan de ajuste del Gobierno, la mejora de las cuentas públicas se debe, en gran parte, a la intensa contracción del gasto. Esta explicaría tres cuartas partes de la reducción del déficit total en 2011. Se trata de una contribución que se mantendrá en los ajustes de los próximos ejercicios.

De hecho, los datos de contabilidad de caja del Estado muestran una reducción de los pagos no financieros del primer trimestre del 24,2% interanual, frente a la caída de los ingresos del 16,2%. No obstante, es difícil sacar una conclusión firme a partir de estas variaciones, ya que las estadísticas de ingresos y gastos de este año no pueden compararse a las del año anterior. Ello se debe a la aplicación del nuevo sistema de financiación de las comunidades autónomas de régimen común. Con este, las comunidades tienen más participación en los impuestos, especialmente el impuesto sobre valor añadido (IVA), el impuesto sobre la renta de las personas físicas y los impuestos especiales. Al mismo tiempo, se reducen las transferencias del Estado.

A pesar de esta dificultad en la comparación de los datos, sí que es posible distinguir las principales fuerzas que subyacen en la mejora del déficit del Estado. Por el lado de los ingresos, el análisis de la recaudación total de los impuestos, que tiene en cuenta la participación del Estado y de las administraciones territoriales, muestra el mayor ingreso a través del IVA. Este creció un 8,0% interanual en el primer trimestre del año, fruto del aumento de los tipos impositivos en julio de 2010 y, en menor medida, de la gradual recuperación de la economía española. En contraposición, la recaudación de impuestos especiales se redujo un 2,8% en el mismo periodo, siendo

la partida de labores del tabaco la que registró una mayor caída.

Por lo que se refiere a los pagos del Estado, todo parece indicar que las principales vías de ajuste del gasto público están siendo las inversiones reales y los gastos corrientes en bienes y servicios. Al mismo tiempo, los sueldos y cotizaciones sociales de los empleados públicos cayeron más de un 5% respecto al primer trimestre del año pasado. Una caída que fue neutralizada por el aumento de las prestaciones sociales. Destaca también el importante descenso de los gastos financieros, del 23,2% interanual en este periodo. No obstante, ello responde al calendario de vencimientos de la deuda pública española, por lo que se espera que los pagos de esta partida se aceleren durante los próximos meses.

En este sentido, el tipo de interés de la deuda soberana española a diez años volvió a crecer en mayo, alcanzando una rentabilidad del 5,45%. Esta cifra se sitúa 240 puntos básicos por encima del coste de financiación de la deuda alemana. Una prima de riesgo que, si bien se desmarca de las exigidas al resto de países periféricos (Irlanda, Portugal y Grecia), todavía se encuentra muy por encima de las de otros países de la zona del euro con un sector público fuertemente endeudado, como es el caso de Bélgica o Italia.

Esta elevada prima de riesgo responde a la incertidumbre existente respecto a la evolución futura de la deuda pública española. Dichas dudas están alimentadas, en primer lugar, por las recientes tensiones originadas por el rescate de Portugal y la delicada situación de las cuentas públicas griegas. A nivel estatal, destacan las dificultades de las comunidades autónomas para cumplir los objetivos de déficit marcados por el Gobierno. Ello, y la poca concreción respecto a las medidas que permi-

**Aumentan los ingresos no financieros del Estado y las administraciones territoriales debido a la mayor recaudación del IVA.**

**La incertidumbre de los mercados mantiene elevada la prima de riesgo.**

**Se espera que durante los próximos meses se corrija la prima de riesgo.**

tirán cumplir los objetivos del plan de ajuste fiscal más allá de 2011, mantiene ciertos recelos en los mercados.

Se esperan, durante los próximos meses, importantes progresos que permitan corregir esta situación. Así, a nivel europeo, se aprobará en junio la reforma de la gobernanza económica en la Unión Europea. En esta dirección también se encuentra la

posible aprobación, en España, de la reforma de la negociación colectiva durante las próximas semanas. Esta, junto a la nueva regla aprobada por el Gobierno, que no permite crecimientos del gasto público por encima del crecimiento a medio plazo, ayudarían a disipar las dudas respecto a poder alcanzar un déficit del 2,1% en 2014, tal y como prevé el programa de estabilidad fiscal español.

## Ahorro y financiación

### La reducción del crédito confirma el desapalancamiento privado

La deuda del sector privado se multiplicó por 7,2 entre 1995 y 2008, representando el 225% del producto interior bruto (PIB). Hasta diciembre de 2010, este desequilibrio se mostró prácticamente estancado. Sin embargo, algunos indicios apuntan hacia un inicio de la corrección de la deuda durante los primeros meses de 2011. La débil recuperación de la economía española y el incremento de los tipos de interés se perfilan como los principales responsables del desapalancamiento privado. Se prevé que esta tendencia se prolongue durante los próximos trimestres.

En efecto, la financiación privada se redujo en 20.068 millones de euros durante los tres primeros meses de 2011. Una caída que afectó en partes iguales a las entidades no financieras y a los hogares españoles. La deuda del sector público, por el contrario, mantuvo la tendencia al alza iniciada dos años atrás, con un incremento de sus pasivos de 39.735 millones de euros en lo que llevamos de 2011.

No obstante, la caída del saldo vivo de crédito bancario a corporaciones no financieras y hogares responde a motivos distintos. En el caso de las primeras, la reasignación de los factores productivos entre los distintos sectores de la economía hace prever que la disminución del crédito

**La caída del crédito en el primer trimestre confirma el proceso de desapalancamiento del sector privado.**

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

Marzo 2011

	Saldo	Variación año actual	Variación 12 meses	% participación
	Millones de euros	Millones de euros	% (2)	
Sector privado	2.192.032	-20.068	0,2	76,4
Empresas no financieras	1.303.999	-9.565	0,7	45,4
<i>Préstamos de entidades residentes (3)</i>	882.708	-14.766	-1,5	30,8
<i>Valores distintos de acciones</i>	66.247	1.695	10,1	2,3
<i>Préstamos del exterior</i>	355.045	3.505	5,0	12,4
Hogares (4)	888.032	-10.503	-0,5	30,9
<i>Préstamos para la vivienda (3)</i>	674.320	-5.547	-0,1	23,5
<i>Otros (3)</i>	210.367	-4.981	-1,9	7,3
<i>Préstamos del exterior</i>	3.345	25	5,4	0,1
Administraciones públicas (5)	678.503	39.736	13,7	23,6
<b>TOTAL</b>	<b>2.870.534</b>	<b>19.668</b>	<b>3,7</b>	<b>100,0</b>

NOTAS: (1) Residentes en España.

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

(3) Incluyen préstamos titulizados fuera del balance bancario.

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

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

## El sector inmobiliario es el que más se desapalancará.

no haya sido homogénea. Así, es de esperar un mayor ajuste en aquellos sectores relacionados con la actividad inmobiliaria mientras que otros, como la industria o los servicios, incluso podrían haber incrementado su financiación.

Por lo que se refiere a los hogares, la elevada tasa de paro reduce la demanda solvente del crédito al consumo y la vivienda. Además, parte de la disminución del crédito hipotecario respondió al avance de la demanda en 2010 provocada por el fin de las desgravaciones fiscales. Ello se tradujo en una importante reducción del número de hipotecas concedidas en los primeros meses de 2011, con una caída interanual en marzo del 20,2%. El número de hipotecas acumuladas los últimos doce meses fue de 586 mil. Una cifra que se encuentra lejos de los máximos registrados en 2006. Se espera que esta tendencia se mantenga a lo largo de todo el año.

## La encuesta de préstamos bancarios de abril prevé nuevas caídas del crédito.

Hacia esta misma dirección apuntan los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de abril de 2011. Según las entidades bancarias participantes, en el segundo trimestre del año, el deterioro en la

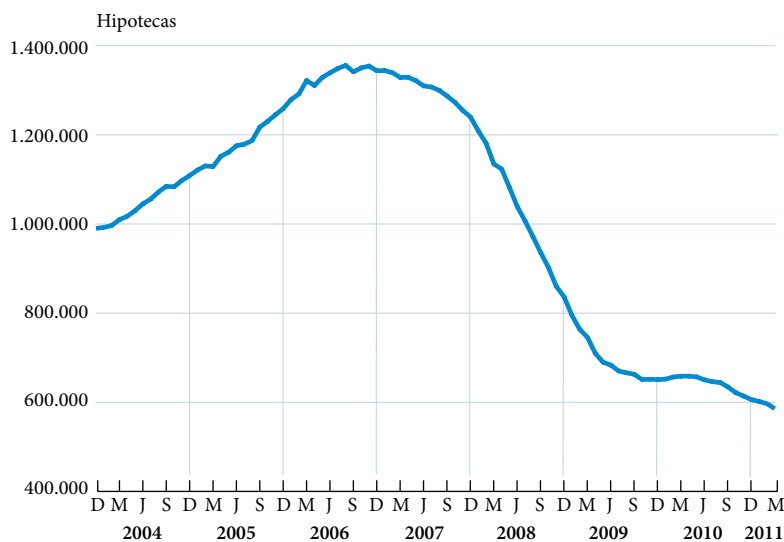
confianza de los consumidores reducirá la demanda de financiación. Además, el incremento que esperan de los costes de financiación no les permite prever mejoras sustanciales en los criterios de aprobación de fondos para los hogares por parte de las entidades bancarias.

Asimismo, el aumento de los costes de financiación de las entidades de crédito españolas provocó un nuevo crecimiento del tipo de interés para las concesiones de crédito en marzo, situándolo en el 3,89%. Esta cifra se situó cinco décimas por encima de la del mes anterior. En clave de futuro, se prevén nuevos incrementos adicionales de los tipos de interés. La evolución de estos dependerá de las presiones en los mercados financieros, la competencia para la captación de depósitos y la capacidad de las entidades para trasladar estos mayores costes al crédito.

Sin lugar a dudas, la reducción del coste de financiación del sector bancario pasa por la recuperación de la credibilidad frente a los inversores internacionales. Un ejemplo es la contención de la tasa de morosidad en

### EL NÚMERO DE HIPOTECAS SE REDUCE TRAS EL FIN DE LAS DESGRAVACIONES

Número de hipotecas concedidas los últimos doce meses



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.



niveles que, aunque elevados, no suponen *a priori* un riesgo para la solvencia del sistema. De hecho, el dato de marzo sorprendió gratamente, con una reducción de una décima, situándola en el 6,1%. Sin embargo, los meses de junio y julio se presentan claves para recuperar la confianza de los mercados de financiación. La publicación de los resultados de las pruebas de resistencia a 91 entidades financieras europeas en junio (entre ellas, la práctica totalidad de las españolas) deberá alejar las dudas respecto a la solvencia del sistema bancario español. Todo ello en un contexto de reestructuración de una buena parte del sector. Un proceso que verá, en julio, cómo las dos mayores cajas de ahorros del país cotizan en bolsa a través de sus bancos instrumentales.

### Los pasivos bancarios siguen retrocediendo

En este contexto de desapalancamiento del sector privado en el primer trimestre de 2011, los datos de los pasivos bancarios en manos de familias y empresas se redujeron un 0,6% respecto a diciembre de 2010. Esta caída responde principalmente a la mayor reducción de los depósitos a plazo. El desglose de los pasivos bancarios entre bancos y cajas muestra un intenso aumento en el caso de los primeros. Ello, sin embargo, es fruto del proceso actual de reordenación bancaria

durante el cual algunas cajas de ahorros han cambiado su naturaleza jurídica a bancos.

El tipo de interés de los depósitos nuevos aumentó en marzo situándose en el 1,6%, para situarse al mismo nivel que en diciembre de 2010. Esto puso fin a tres meses consecutivos de caídas. Las recientes tensiones en los mercados de deuda pública soberana podrían aumentar el coste de la financiación a la banca española.

Recientemente ha sido aprobada una nueva propuesta del Gobierno, que estudia limitar el interés de los depósitos y las cuentas a la vista de las entidades de crédito. Ello evitaría las escaladas de tipos de interés para la captación de clientes minoristas. Para lograr este objetivo, aquellas entidades que ofrecen rentabilidades demasiado elevadas deben aumentar las aportaciones a los correspondientes fondos de garantía de depósitos. El principal efecto de esta regulación ha sido trasladar dicha competencia por los depósitos a través de mayores tipos de interés a otro tipo de bonificaciones. Un claro ejemplo son las retribuciones por la captación de nóminas.

Por lo que se refiere a los fondos de inversión, éstos registraron reembolsos netos en el mes de abril por el valor de 466 millones de euros, poniendo fin a dos meses consecutivos de suscripciones netas.

**La tasa de morosidad se reduce nueve puntos básicos hasta el 6,1%.**

**Los pasivos bancarios de empresas y familias se reducen un 0,6% en el primer trimestre de 2011.**

**La guerra por los depósitos se traslada a nuevos campos.**

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

Marzo 2011

	Saldo	Variación año actual		Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%	
A la vista	263.352	1.586	0,6	4.692	1,8	18,4
De ahorro	210.480	-807	-0,4	6.115	3,0	14,7
A plazo	739.504	-4.063	-0,5	30.295	4,3	51,7
En moneda extranjera	19.686	303	1,6	-2.475	-11,2	1,4
<b>Total depósitos</b>	<b>1.233.021</b>	<b>-2.982</b>	<b>-0,2</b>	<b>38.627</b>	<b>3,2</b>	<b>86,2</b>
<b>Resto del pasivo (*)</b>	<b>196.746</b>	<b>-6.265</b>	<b>-3,1</b>	<b>-8.503</b>	<b>-4,1</b>	<b>13,8</b>
<b>TOTAL</b>	<b>1.429.767</b>	<b>-9.248</b>	<b>-0,6</b>	<b>30.124</b>	<b>2,2</b>	<b>100,0</b>

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

# Estudios y Análisis Económico, "la Caixa"

## Publicaciones

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

### ■ INFORME MENSUAL

Informe sobre la situación económica (disponible también en inglés)

### ■ ANUARIO ECONÓMICO DE ESPAÑA 2010 Selección de indicadores

Edición completa disponible en Internet

### ■ COLECCIÓN COMUNIDADES AUTÓNOMAS

1. La economía de Galicia: diagnóstico estratégico
2. La economía de Illes Balears: diagnóstico estratégico
3. La economía de Andalucía: diagnóstico estratégico
4. La economía de la Región de Murcia: diagnóstico estratégico
5. La economía del País Vasco: diagnóstico estratégico
6. La economía de la Comunidad de Madrid: 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"

13. Ayudas públicas en el sector bancario: ¿rescate de unos, perjuicio de otros? Sandra Jódar-Rosell y Jordi Gual
14. El carácter procíclico del sistema financiero Jordi Gual
15. Factores determinantes del rendimiento educativo: el caso de Cataluña María Gutiérrez-Domènech
16. ¿El retorno del *decoupling*? Mito y realidad en el desacoplamiento de las economías emergentes Àlex Ruiz
17. El crecimiento de China: ¿de qué fuentes bebe el gigante asiático? Claudia Canals
18. Hacia una nueva arquitectura financiera Oriol Aspachs-Bracons, Matthias Bulach, Jordi Gual y Sandra Jódar-Rosell
19. Globalización y *decoupling*. ¿Hacia un mundo emergente desacoplado de las economías avanzadas? Àlex Ruiz
20. Inmigración y mercado laboral: antes y después de la recesión Joan Elias

### ■ "la Caixa" ECONOMIC PAPERS

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

### ■ DOCUMENTOS DE TRABAJO

Disponible solo en formato electrónico en: [www.laCaixa.es/estudios](http://www.laCaixa.es/estudios)

- 01/2009. What Matters for Education? Evidence for Catalonia Maria Gutiérrez-Domènech y Alicia Adserà
- 02/2009. The Drivers of Housing Cycles in Spain Oriol Aspachs-Bracons y Pau Rabanal
- 01/2010. The impact for Spain of the new banking regulations proposed by the Basel Committee "la Caixa" Research Department
- 01/2011. Crecimiento versus progreso Jordi Gual
- 02/2011. Sobre calentamiento emergente: Causas, consecuencias y riesgos Claudia Canals y Marta Noguer
- 03/2011. School Dropout in Europe: Trends and Drivers Maria Gutiérrez-Domènech

### ■ ESTUDIOS ECONÓMICOS

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

## Consejo Asesor

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

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

## Área de Estudios y Análisis Económico

- Jordi Gual  
Subdirector General de "la Caixa"
- Joan Elias  
Adjunto a la Dirección
- Matthias Bulach  
Director de Análisis Económico
- Enric Fernández  
Director de Economía Internacional
- Oriol Aspachs  
Director de Economía Europea
- Avelino Hernández  
Director de Mercados Financieros

## INFORME MENSUAL

Junio 2011

### CAJA DE AHORROS Y PENSIONES DE BARCELONA

#### Estudios y Análisis Económico

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

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

Para subscripciones (altas, bajas...):  
publicacioneseestudios@lacaixa.es

## GRUPO "la Caixa": DATOS MÁS RELEVANTES

a 31 de diciembre de 2010

ACTIVIDAD FINANCIERA	Millones €
Recursos totales de clientes	247.897
Créditos sobre clientes	189.546
Resultado atribuido al Grupo	1.307

PERSONAL, OFICINAS Y MEDIOS DE PAGO	
Empleados	28.651
Oficinas	5.409
Terminales de autoservicio	8.181
Tarjetas (millones)	10,3

OBRA SOCIAL: PRESUPUESTO POR ACTIVIDADES PARA 2011	Millones €
Sociales	335
Ciencia y medio ambiente	68
Culturales	64
Educativas e investigación	33
<b>TOTAL PRESUPUESTO</b>	<b>500</b>



## Informe Mensual edición iPad

*La economía desde tu sofá*

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

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

El Informe Mensual tiene solo propósitos informativos, por lo que "la Caixa" no se hace responsable del uso que del mismo pueda hacerse. El Informe Mensual se basa en información de fuentes que se consideran fiables, pero "la Caixa" no garantiza la exactitud de la misma ni se responsabiliza de los errores u omisiones que contenga. Las opiniones y previsiones son propias del Área de Estudios y Análisis Económico y están sujetas a cambios sin notificación previa.

© Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona – "la Caixa", 2011

Se permite la reproducción parcial del Informe Mensual siempre que se cite la fuente de forma adecuada y sea remitida una copia al editor.

