

COYUNTURA INTERNACIONAL

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

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

Estados Unidos: la recuperación gana soportes

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

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

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

ESTADOS UNIDOS: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

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

NOTAS: (1) Valor.

(2) Porcentaje sobre población activa.

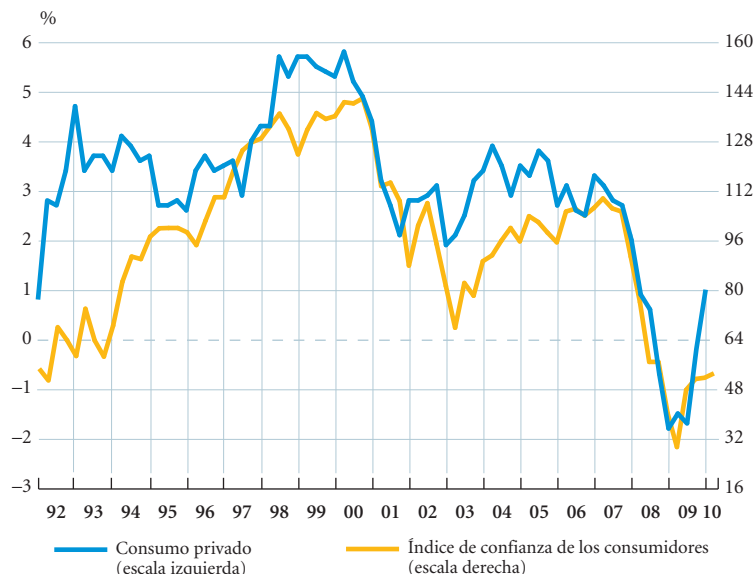
(3) Saldo acumulado de 12 meses de la balanza de bienes y servicios. Miles de millones de dólares.

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

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

ESTADOS UNIDOS: LOS CONSUMIDORES COMPRAN ANTES DE RECUPERAR LA CONFIANZA

Variación interanual del consumo privado real y confianza de los consumidores



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

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

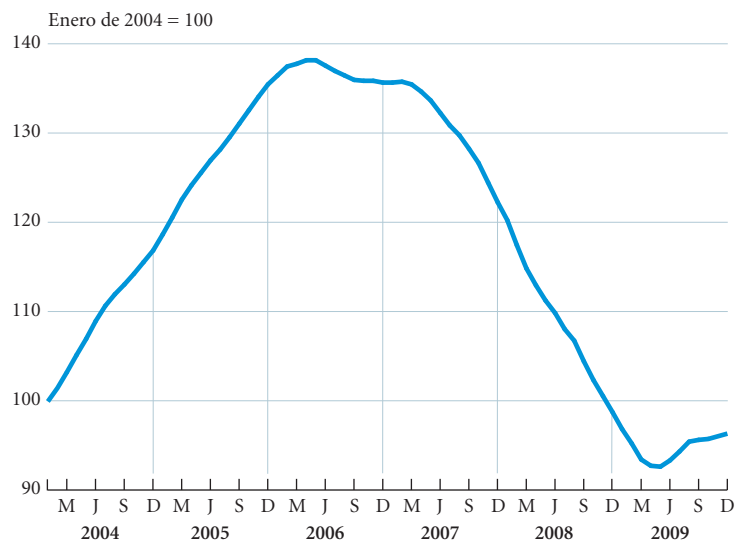
En el lado de los productores, el sentimiento empresarial sigue siendo más optimista que el de los consumidores, con un sector no financiero que empezó la crisis menos endeudado que bancos y familias. Así, el índice de sentimiento empresarial del Institute for Supply Management de manufacturas siguió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

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

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

ESTADOS UNIDOS: LA VIVIENDA NO SE RECUPERA

Valor del índice Case-Shiller del precio de la vivienda



FUENTES: Standard and Poor's y elaboración propia.

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

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

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

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

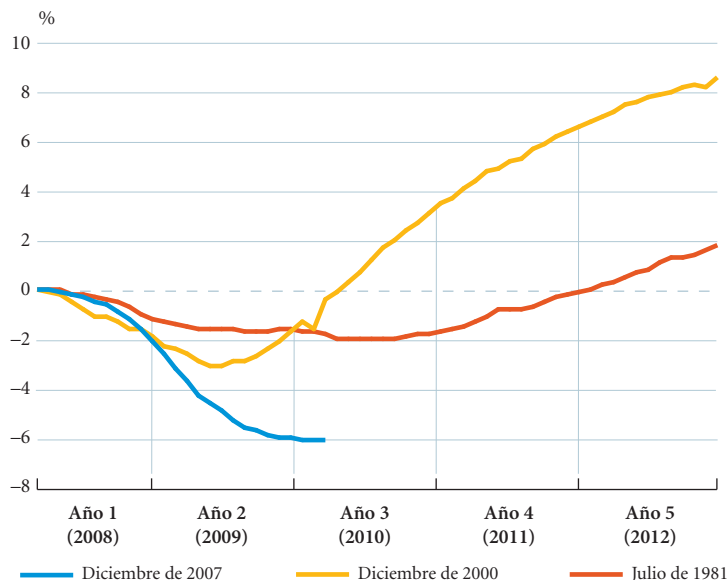
El mercado de trabajo, el otro lastre de la recuperación, tampoco vislumbra recuperaciones significativas para los próximos meses. En febrero se perdieron 36.000 empleos y la tasa de desempleo

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

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

ESTADOS UNIDOS: UN DETERIORO MAYOR QUE EN RECESIONES ANTERIORES

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



NOTA: (*) Las fechas entre paréntesis son las correspondientes a la última recesión (diciembre de 2007).

FUENTES: Departamento de Trabajo y elaboración propia.

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

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

Japón: la importancia del sector exterior

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

El déficit comercial disminuye por el descenso de las importaciones.

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

JAPÓN: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

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

NOTAS: (1) Valor del índice.

(2) Porcentaje sobre población activa.

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

(4) Porcentaje.

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

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

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

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

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

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

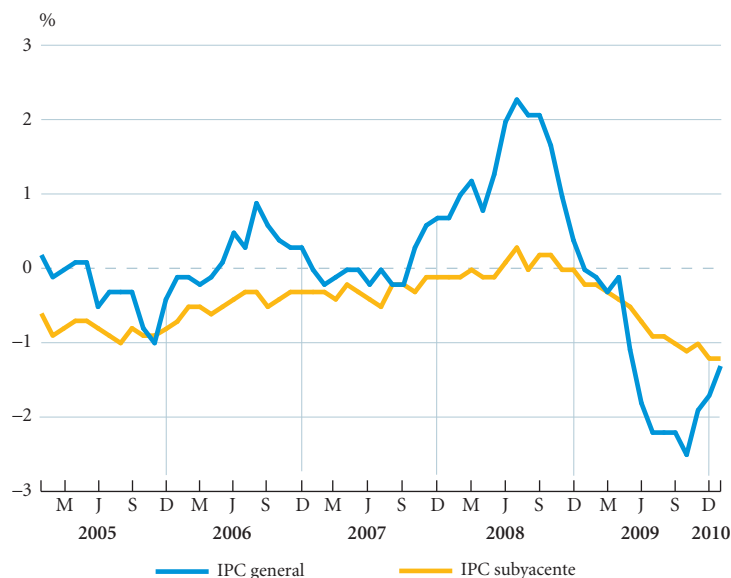
Las ventas al por menor ganaron posiciones en enero pero, con unos niveles cercanos a los de 2003, continuaron sumidas en la atonía, aunque las ventas de automóviles de febrero parecen salir del pozo gracias a las ayudas públicas. Por su parte, el mercado de la vivienda experimentó un repunte de las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

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

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

JAPÓN: LA DEFLACIÓN, UN PROBLEMA SUBYACENTE

Variación interanual del índice de precios al consumo



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

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

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

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

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

El poder emergente

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

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

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

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

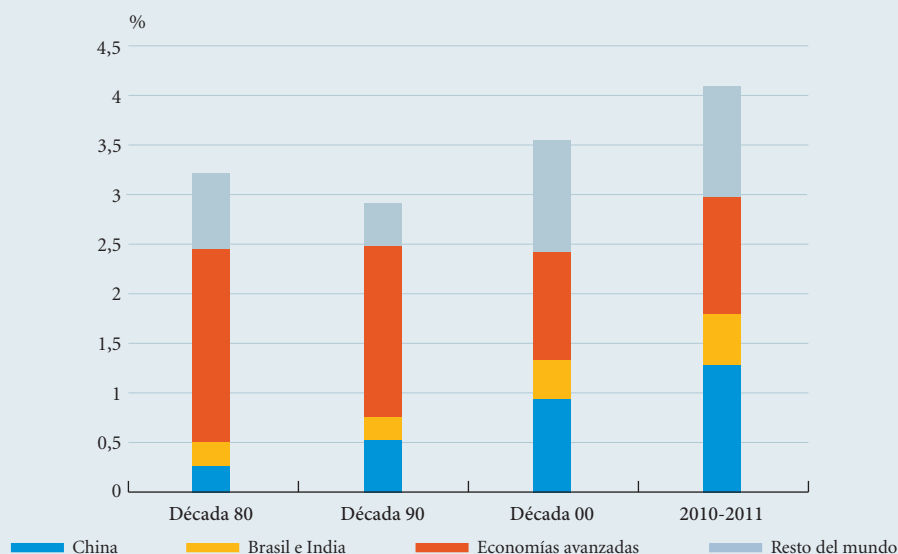
Aunque este efecto es significativo, debemos reconocer que una disminución tan drástica de la balanza comercial china en un período corto de tiempo es muy improbable. Si tal ajuste tuviera lugar durante cuatro años, el aumento de la demanda sobre el resto del mundo alcanzaría sólo el 0,2% por año. En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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

China: a velocidad de crucero

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

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

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

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

El IPC se dispara en febrero por los alimentos.

CHINA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2008	2009	2009				2010	
			I	II	III	IV	Enero	Febrero
PIB real	13,0	9,6	6,2	7,9	9,1	10,7	–	–
Producción industrial	17,5	12,6	9,7	9,0	12,3	17,9	20,7	20,7
Producción eléctrica	15,7	6,7	–4,3	–0,4	8,0	24,3	24,7	24,7
Precios de consumo (*)	4,8	5,9	–0,6	–1,5	–1,3	0,7	1,5	2,7
Balanza comercial (**)	262	298	319	296	252	198	173	176
Tipo de interés de referencia (***)	7,47	5,31	5,31	5,31	5,31	5,31	5,31	5,31
Renminbi por dólar (*)	7,6	6,9	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8

NOTAS: (*) Promedio.

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

(***) Porcentaje a final de periodo.

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

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

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

Brasil: viento en popa a toda vela

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

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

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

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

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

BRASIL: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

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

NOTAS: (*) Valor.

(**) Porcentaje sobre población activa.

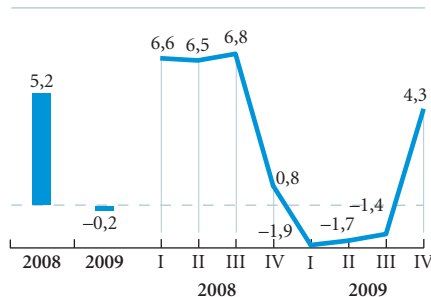
(***) Saldo acumulado de 12 meses. Miles de millones de dólares.

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

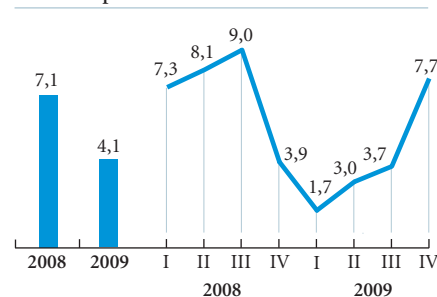
EVOLUCIÓN DEL PIB DE BRASIL POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual en términos reales

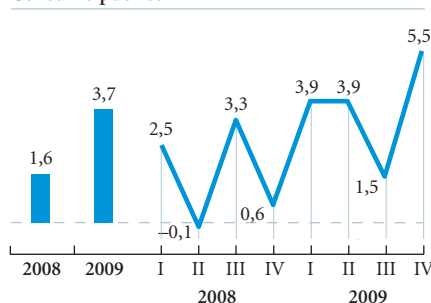
PIB



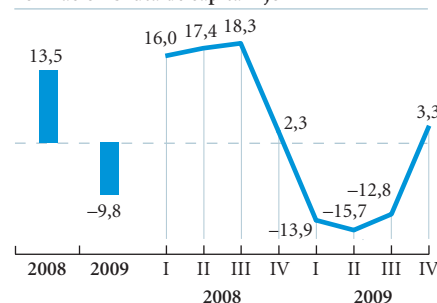
Consumo privado



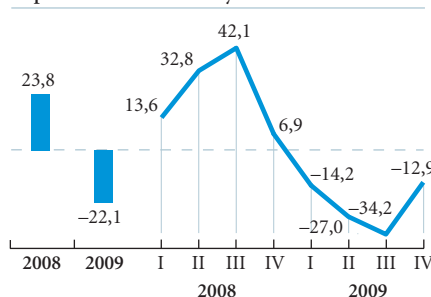
Consumo público



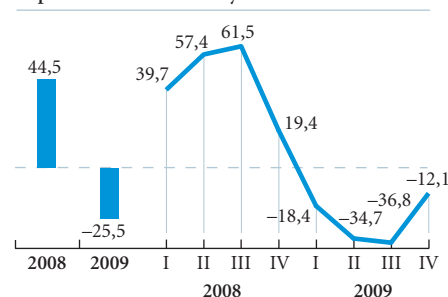
Formación bruta de capital fijo



Exportaciones de bienes y servicios



Importaciones de bienes y servicios



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

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

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

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

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

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

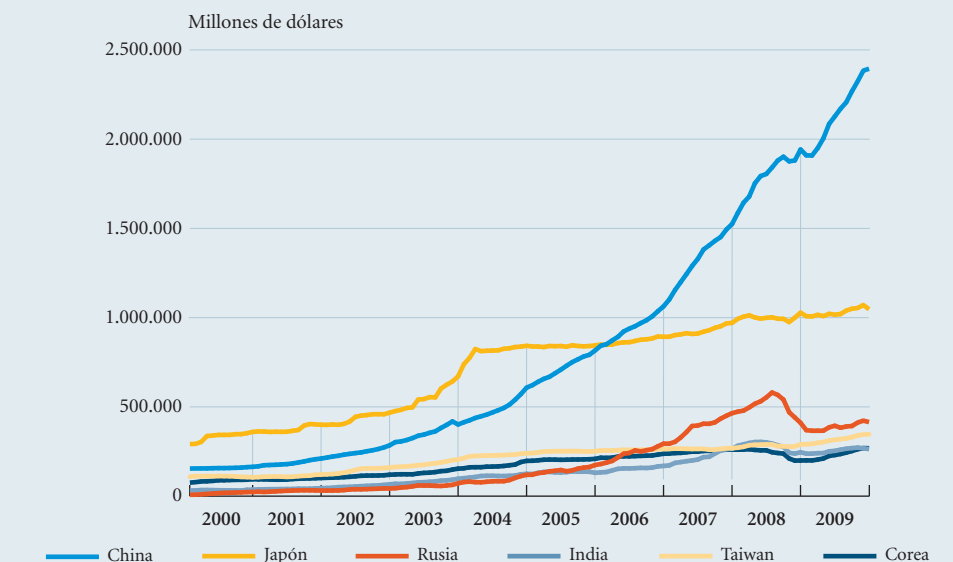
bablemente este mismo mes de abril, y la consolidación fiscal, aunque nadie la espere antes de octubre, deberá llegar tarde o temprano. Más temprano que tarde si Brasil quiere mantener el compromiso con la estabilidad macroeconómica que tan bien le hizo cuando llegó la crisis. Al fin y al cabo, aunque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

Reservas de divisas: la montaña sigue creciendo

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

CHINA ACAPARA LAS RESERVAS

Reservas de divisas oficiales de los principales tenedores



FUENTES: Fondo Monetario Internacional y Thomson Reuters Datastream.

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

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

RESERVAS DE DIVISAS (1)

Valores al cierre del ejercicio

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

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

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

(3) Países enumerados.

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

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

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

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

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

FUENTE: Banco de Pagos Internacionales (BPI).

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

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

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

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

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

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

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

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

México: de las crisis, también se aprende

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

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

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

MÉXICO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

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

NOTAS: (*) Valor.

(**) Porcentaje sobre población activa.

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

FUENTES: Banco de México y elaboración propia.

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

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

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

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

El petróleo y los metales se encarecen

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

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

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

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

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

La recuperación alimenta la apreciación del petróleo.

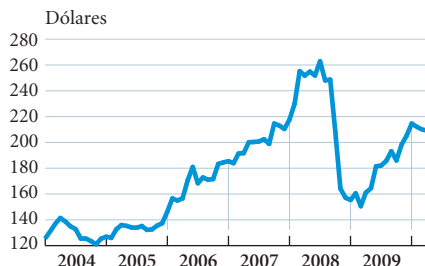
**Los metales siguen al alza
y los alimentos bajan
capitaneados por el azúcar.**

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

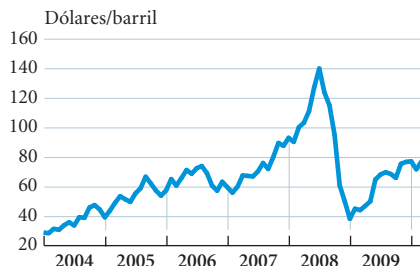
lares por onza. Entre los alimentos, destaca el desplome del azúcar, que perdió un 30% después de unas cosechas que han resultado mejores de lo esperado.

EVOLUCIÓN DE MATERIAS PRIMAS SELECCIONADAS (*)

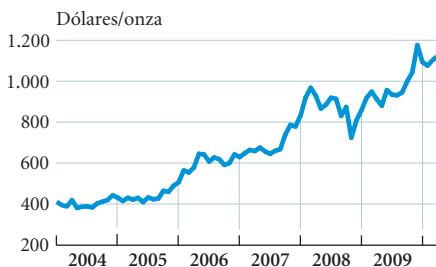
Índice «The Economist»



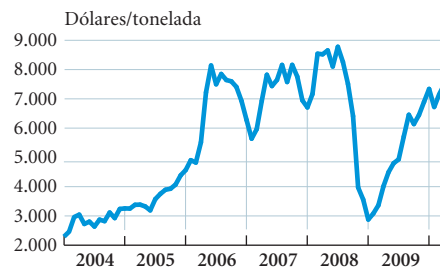
Petróleo Brent



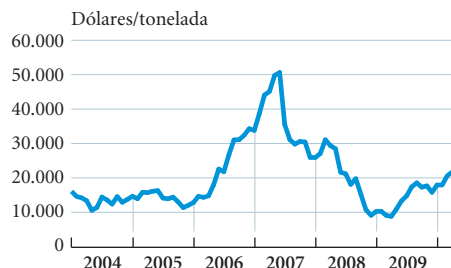
Oro



Cobre



Níquel



Trigo



NOTA: (*) Datos correspondientes al último día del mes (último dato, 18 de marzo).

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