

1.- MERCADOS FINANCIEROS Y CONTEXTO ECONÓMICO INTERNACIONAL

1.1. Mercados financieros

El BCE no modificó los tipos de interés pero avanza en el proceso de retirada gradual de las medidas extraordinarias de inyección de liquidez

La estabilidad mostrada en el último trimestre de 2009 por los **tipos de interés interbancarios** en el área del euro se prolongó a lo largo de los primeros meses de 2010. Así, con un nivel de inflación inferior al límite superior que determina la estabilidad de precios y en un contexto de ralentización de la actividad económica, el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo, en su reunión del pasado 4 de marzo, mantuvo por décimo mes consecutivo los tipos de interés en los niveles establecidos el pasado 7 de mayo de 2009. Esto es, un 1% como tipo de las operaciones principales de financiación, y 1,75% y 0,25% para las facilidades de crédito y de depósito, respectivamente. Sin embargo, con el fin de ir normalizando el mercado de dinero, el BCE anunció un nuevo paso en la retirada gradual de las medidas extraordinarias de provisión de liquidez a la banca (tras la eliminación, desde la última subasta del pasado mes de diciembre, de las de a 1 año). Este paso consiste en un endurecimiento de las condiciones de las subastas a mayor plazo (3 y 6 meses), manteniendo las subastas semanales y mensuales a tipo fijo y total adjudicación por el tiempo necesario (al menos, hasta el próximo mes de octubre) para facilitar la transición.

El Banco de Inglaterra y la Fed mantuvieron los tipos de interés en mínimos históricos

El mismo día 4 de marzo, el Banco de Inglaterra decidió mantener el tipo básico de referencia en el 0,5% (nivel vigente desde el 5 de marzo del pasado año), así como no aumentar su programa de compras de activos de 200.000 millones de libras, aunque la evolución económica podría hacer que se activara de nuevo el programa. Finalmente, se espera que también la Fed (que el pasado 19 de febrero elevó el tipo de descuento un cuarto de punto porcentual hasta el 0,75%) mantenga, en su próxima reunión del 16 de marzo, el tipo de los fondos federales (tipo básico de referencia de la política monetaria) en el mínimo histórico del 0%-0,25%, vigente desde diciembre de 2008.

Descenso de los tipos de interés en el mercado monetario ...

Las expectativas de tipos de interés, ligeramente alcistas en los últimos meses del pasado año, se enfriaron en los primeros meses de 2010, en un contexto de lenta recuperación económica y entorno financiero internacional algo más inestable. De hecho, desde comienzos de año y hasta el 12 de marzo toda la curva del Euribor se había desplazado hacia abajo alrededor de 4 puntos básicos (pb). En concreto, el Euribor a 1 año se situaba en el 1,221% (frente al 1,225% de promedio en febrero), mientras que el Overnight Index Swap (OIS) a ese plazo, tipo de interés prácticamente sin riesgo y que refleja las expectativas del mercado, era del 0,65%, 16 pb inferior al de inicio de año. Por consiguiente, el diferencial Euribor-OIS, indicador de los riesgos percibidos por los participantes del mercado, había aumentado en ese periodo 13 pb.

... y en el mercado de deuda

Junto a la retirada gradual de los mecanismos extraordinarios de inyección de liquidez decidida por los bancos centrales, éstos han sugerido que proseguirán manteniendo los tipos de interés en niveles muy reducidos por un periodo prolongado y suministrando suficiente liquidez al sistema bancario. Ello ha contribuido a mantener expectativas de tipos a la baja también en los

mercados de deuda. Además, la mayor percepción de riesgo dominante en los primeros meses del presente año propició un aumento de la demanda de deuda pública (sobre todo alemana), que se convierte en activo refugio, produciéndose significativos descensos de sus rentabilidades.

Cuadro 1.1. Indicadores monetarios y financieros

	2007	2008	2009			2010		
			Oct.	Nov.	Dic.	Ene.	Feb.	Mar.
A) Tipos de interés (porcentajes)⁽¹⁾								
Tipos oficiales ⁽²⁾								
Área del euro	4,00	2,50	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Estados Unidos	4,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
Japón	0,50	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
Tipos Euribor								
A 3 meses	4,28	4,63	0,74	0,72	0,71	0,68	0,66	0,65
A 12 meses	4,45	4,81	1,24	1,23	1,24	1,23	1,23	1,22
Mercado de deuda ⁽³⁾								
A 3 años	4,13	3,89	1,92	1,93	2,02	2,16	2,23	1,93
A 5 años	4,19	4,02	2,75	2,69	2,73	2,91	2,91	2,77
A 10 años	4,31	4,36	3,77	3,79	3,80	3,99	3,98	3,83
Tipos bancarios ⁽³⁾								
Préstamos y créditos. Tipo sintético	5,66	6,19	3,44	3,39	3,32	3,32	-	-
Préstamos hipotecarios (hogares)	5,25	5,81	2,78	2,70	2,62	2,60	-	-
Depósitos. Tipo sintético	2,34	3,02	1,27	1,31	1,28	1,24	-	-
B) Diferenciales (puntos básicos)⁽¹⁾								
España-Alemania 10 años	7	36	53	51	57	69	79	68
EEUU-Alemania 10 años	45	-32	15	14	36	45	52	56
C) Agregados monetarios área del euro⁽⁴⁾								
M1	4,0	3,3	11,8	12,5	12,3	11,5	-	-
M2	10,1	8,3	2,3	1,8	1,5	1,9	-	-
M3	11,6	7,6	0,3	-0,3	-0,3	0,1	-	-
D) Tipos de cambio⁽¹⁾								
Dólar/euro	1,371	1,471	1,482	1,491	1,461	1,427	1,369	1,362
% ⁽⁴⁾	10,3	-7,7	11,2	17,1	8,7	7,8	7,0	4,4
Yen/euro	161,2	152,3	133,9	133,0	131,2	130,3	123,5	122,2
% ⁽⁴⁾	5,6	-25,1	0,3	7,9	7,1	8,9	4,4	-4,3
Yen/dólar	117,8	103,4	90,4	89,2	89,8	91,3	90,2	89,7
% ⁽⁴⁾	-4,2	-18,8	-9,7	-7,9	-1,5	1,0	-2,5	-8,3
Efectivo nominal euro	107,9	113,0	116,6	116,3	114,0	110,8	108,0	107,8
% ⁽⁴⁾	5,5	0,8	8,1	8,6	1,5	-1,0	-2,1	-4,8
E) Índices bursátiles %⁽⁵⁾								
Índice General Madrid	5,6	-40,6	22,4	24,5	27,2	-8,1	-13,5	-7,5
IBEX 35	7,3	-39,4	24,1	26,6	29,8	-8,3	-13,5	-7,2
Eurostoxx - 50	6,8	-44,3	11,9	14,1	21,0	-6,4	-8,0	-2,3
Dow Jones	6,4	-33,8	10,7	17,9	18,8	-3,5	-1,0	1,9
Standard & Poors 500	3,5	-40,8	19,2	26,0	28,3	-3,7	-1,0	3,1
Nikkei 225	-11,1	-42,1	13,3	5,5	19,0	-3,3	-4,0	1,9

(1) Media de cada periodo. (2) A final de cada periodo. (3) Mercado español. (4) Variación interanual en %. Para los años, variación dic/dic. (5) Variación porcentual a lo largo del periodo transcurrido del año.

Fuente: BCE y BE.

Disminución de las primas de riesgo en las últimas semanas

El rápido y profundo deterioro de las finanzas públicas de muchos países de la UEM, como consecuencia de la crisis económica y financiera y de la respuesta de los gobiernos ante la misma, junto a las perspectivas de lenta reactivación económica en la zona, ha elevado la incertidumbre en los mercados financieros. Esto ha dado lugar a un incremento de las primas de riesgo exigidas por los inversores a la deuda soberana de dichos países y al aumento de los diferenciales de tipos de interés respecto de la deuda alemana (Cuadro 1.2).

Cuadro 1.2. Rendimientos y diferenciales de la deuda pública

	Rendimientos de la deuda a 10 años			Diferenciales frente a Alemania (pb)		
	31-dic-09	28-ene-10	12-mar-10	31-dic-09	28-ene-10	12-mar-10
Alemania	3,40	3,20	3,17			
España	3,99	4,19	3,86	59	99	69
Francia	3,61	3,45	3,48	21	25	31
Grecia	5,81	7,17	6,24	241	397	307
Italia	4,16	4,14	3,95	76	94	78
Irlanda	4,88	4,78	4,37	148	158	120
Reino Unido	4,01	3,95	4,10	61	75	93

Fuente: Financial Times.

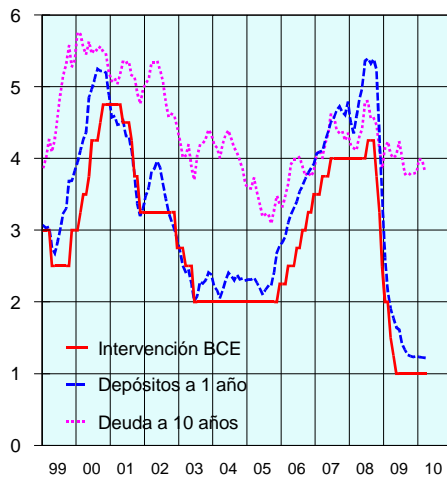
Este proceso se inició a finales del pasado año, cuando las principales agencias de valoración rebajaron la calificación de la deuda griega, dada la situación de sus finanzas públicas después de las revisiones introducidas en sus datos estadísticos. Esta situación se contagió, aunque con menor intensidad y de forma diferente, a la deuda soberana de otros Estados miembros de la UEM, cuyos rendimientos, en contra de la tendencia general al descenso, registraron un aumento. La mayor tensión se produjo en el pasado mes de enero, cuando los diferenciales a diez años frente a Alemania aumentaron sensiblemente. Las drásticas medidas de austeridad anunciadas por el gobierno griego y otros gobiernos y la disposición del resto de los países de la UEM a arbitrar algún mecanismo de apoyo, redujeron apreciablemente las tensiones en los mercados de deuda en las primeras semanas de marzo, estrechándose sensiblemente los diferenciales frente a Alemania de los países periféricos, mientras aumentaban los de Francia y Reino Unido.

Aumento de la aversión al riesgo en las Bolsas

Las tensiones de los mercados de deuda se trasladaron también a los **mercados de renta variable** durante la mayor parte de los dos primeros meses del año. Además, las Bolsas también se vieron influidas por las incertidumbres asociadas a los proyectos de regulación bancaria en Estados Unidos y al posible endurecimiento de la política monetaria en China, cuya economía está respondiendo muy bien a los estímulos monetarios y fiscales.

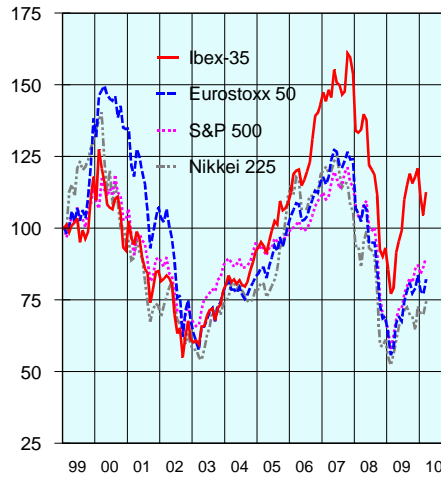
En ese contexto, tras las fuertes revalorizaciones registradas en 2009, los precios de las acciones iniciaron una senda de descenso a partir de la segunda semana de enero, que se prolongó hasta la primera semana de febrero. A partir de esa fecha, en un clima de mayor tranquilidad propiciado por las perspectivas de solución que se abrían para el caso de la deuda griega, los índices bursátiles iniciaron una tendencia alcista no exenta de altibajos. Dicha tendencia alcista se afianzó en las primeras semanas de marzo como consecuencia del nuevo plan de austeridad del gobierno griego y de la publicación de ciertos datos macroeconómicos positivos en Estados Unidos.

**G 1.1 TIPOS DE INTERÉS
medias mensuales (a)**



(a) Excepto tipo de intervención BCE que corresponde a final de cada mes.
Fuentes: BCE y BE.

**G 1.2 COTIZACIÓN DE ACCIONES
a final de cada mes. Enero 1999 = 100**



Fuentes: Bolsa de Madrid, Stoxx y Bolsa de Nueva York.

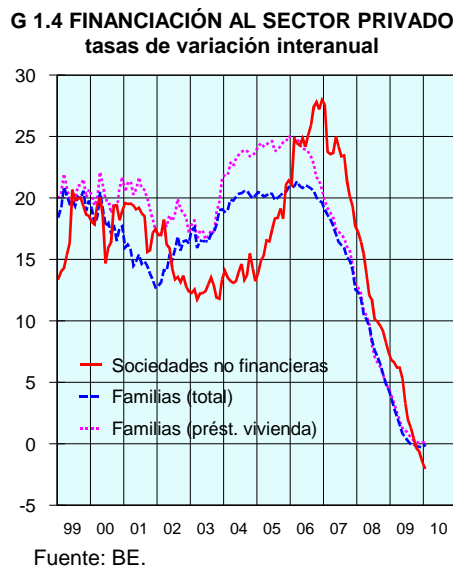
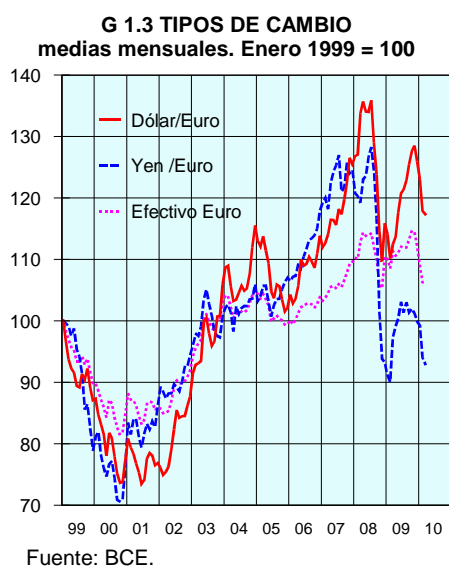
En ese contexto, cabe señalar la recuperación del 9,4% registrada por el IBEX 35 entre el 26 de febrero y el 12 de marzo, de forma que la caída del índice desde el inicio del año se reducía a un 7,2%. En el área del euro, el índice Eurostoxx 50 ganaba en esos primeros días de marzo un 8,0%, acumulando un descenso en el año del 2,3%. En Estados Unidos, el S&P 500, ganaba un 4,3% y 3,1%, en los periodos citados, respectivamente, mientras que, en Japón, el Nikkei 225 también registraba alzas en dichos periodos del 6,4% y 1,9%, respectivamente.

Pérdida de valor del euro frente al dólar

La preocupación de los mercados financieros por las finanzas públicas de algunos países europeos también incidió en el valor del euro en los **mercados de cambio**, sobre todo en su cruce con el dólar y el yen (que se han visto adicionalmente apoyadas por la liquidación de operaciones de *carry trade*, o compra de monedas con altos tipos de interés vendiendo monedas con bajos tipos de interés, como el dólar y el yen). La libra esterlina también ha sido objeto de las apuestas a la baja por parte de los mercados, especialmente a partir de febrero. En el contexto de menor aversión al riesgo y recuperación de las bolsas europeas de los primeros días de marzo, el euro recuperó posiciones frente al dólar (un 2,1%) y el yen (un 3,2%). Así, el 12 de marzo la divisa europea se cambiaba por 1,3765 dólares, 124,57 yenes y 0,9083 libras esterlinas, lo que representaba una depreciación, desde el inicio del año, del 4,5% y 6,5%, frente a las dos primeras monedas, respectivamente, y una apreciación del 2,3% frente a la libra. En términos efectivos nominales, el euro acumulaba una depreciación, en el mismo periodo, del 3,2%.

Moderada recuperación de M3 y del crédito a las familias

En enero del presente año, el **agregado monetario amplio M3** volvió a crecer, en tasa interanual, un 0,1%, tras la caída del 0,3% de los dos meses anteriores. Dicho aumento, no obstante, es más consecuencia de un efecto base (al compararse con el mes de enero de 2009, cuando este agregado se contrajo en gran medida como consecuencia de la crisis) que el reflejo de un aumento tendencial de la liquidez en manos del público. De todas formas, debe tenerse en cuenta que parte de la moderación de M3 debe ser atribuida al desplazamiento de parte de la riqueza financiera del público desde activos incluidos en la definición de M3 hacia otros activos no incluidos con mayor remuneración, dada la elevada pendiente de la curva de rendimientos.



Cuadro 1.3. Financiación a los sectores no financieros

Tasas de variación interanual

	2010	2007	2008	2009				2010
	Enero mm euros	Dic.	Dic.	Mar.	Jun.	Sep.	Dic.	Ene.
Área del euro								
Empresas y familias	13.026,6	13,2	7,8	5,2	3,4	1,4	0,7	0,0
de los que: préstamos vivienda (familias)	3.555,7	7,1	1,5	0,1	0,1	-0,6	1,5	1,8
Administraciones Públicas	2.860,4	-2,4	2,9	7,6	10,7	13,5	11,1	9,1
TOTAL	15.887,0	10,5	7,0	5,7	4,7	3,4	2,4	1,6
España								
Empresas y familias	2.198,8	15,5	6,1	4,5	2,1	0,2	-1,0	-1,2
Empresas	1.297,0	17,7	7,4	6,2	3,3	0,4	-1,4	-1,9
Familias	901,7	12,5	4,4	2,2	0,5	-0,1	-0,3	-0,1
de los que: préstamos vivienda	678,0	13,0	4,5	2,6	1,1	0,3	0,1	0,1
Administraciones Públicas	-	-2,3	13,5	23,9	30,5	31,9	29,9	-
TOTAL	-	12,3	7,3	7,4	6,4	5,1	4,1	-

Fuente: BCE y Banco de España.

Tanto en el área del euro como en España, la **financiación al sector privado** siguió perdiendo dinamismo en enero. No obstante, en ambos casos se detectó un comportamiento diferencial de la financiación a empresas y a familias. Mientras que la primera siguió desacelerándose, la financiación a los hogares mostró un perfil más favorable, sobre todo en el área del euro (Cuadro 1.4).

Cuadro 1.4. **Agregados monetarios en el área del euro**
Tasas de variación interanual

	2010	2007	2008	2009				2010
	Ene. mm €	Dic.	Dic.	Mar.	Jun.	Sep.	Dic.	Ene.
Efectivo	761,2	8,1	13,3	13,8	12,8	12,5	6,1	6,2
Depósitos a la vista	3.788,4	3,2	1,4	4,6	8,9	12,8	13,6	12,7
M1	4.549,6	4,0	3,3	6,1	9,5	12,8	12,3	11,5
Otros depósitos a corto plazo	3.659,9	17,9	13,7	6,5	0,4	-5,3	-9,1	-8,0
M2	8.209,6	10,1	8,3	6,3	5,0	3,6	1,5	1,9
Instrumentos negociables	1.103,0	20,2	3,5	-1,1	-4,0	-9,0	-11,0	-10,8
M3	9.312,6	11,6	7,6	5,2	3,7	1,8	-0,3	0,1

Fuente: BCE.

1.2. Contexto económico internacional

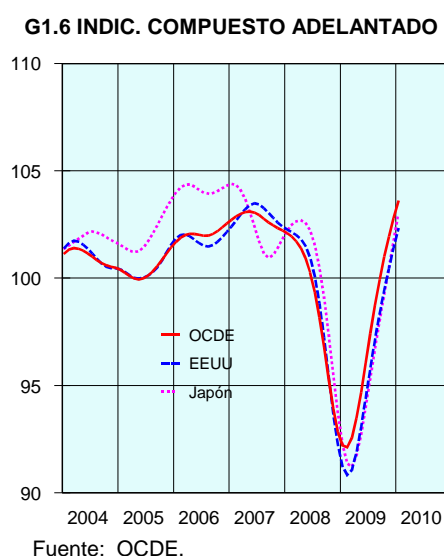
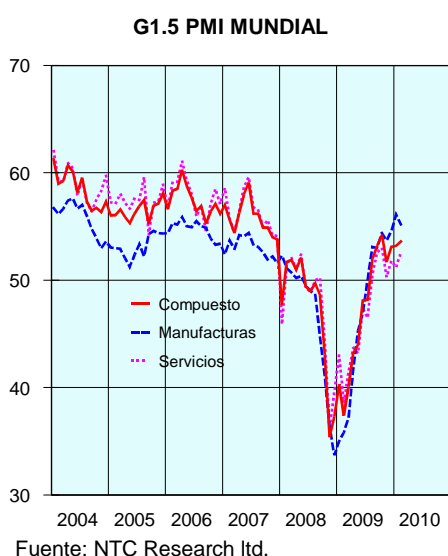
En la segunda mitad de 2009 se reactivaron la producción y el comercio mundiales

Durante la segunda mitad de 2009 la recuperación global de la producción y del comercio fue mucho más intensa de lo inicialmente previsto, respaldada por las medidas de estímulo fiscal y monetario, el apoyo público al sector financiero y el proceso de reconstitución del nivel de existencias. La reactivación presentó mayor dinamismo en las economías emergentes, especialmente las asiáticas, donde la exposición directa a la crisis financiera fue limitada (repercutió sobre todo a través del desplome del comercio mundial y del descenso en los precios de las materias primas) y se adoptaron importantes planes de estímulo. El Fondo Monetario Internacional, tras la actualización de sus previsiones efectuada a finales de enero, espera que el conjunto de economías de mercados emergentes y en desarrollo crezca un 6% en 2010, tras el 2% del año previo, y un 6,3% en 2011. Este dinamismo será un importante apoyo para el crecimiento mundial, que en el año en curso avanzará un 3,9%, tras la caída del 0,8% de 2009, acelerándose hasta el 4,3% en 2011. En paralelo, el volumen del comercio mundial aumentará un 5,8% en 2010 (-12,3% en 2009) y un 6,3% en 2011.

La reactivación en los países industrializados va a ser sólo moderada

En el conjunto de los países industrializados la recuperación está siendo más moderada, aunque existe una amplia disparidad entre ellos. Así, el PIB agregado de la OCDE retrocedió un 2,2% (tasa intertrimestral no anualizada) en el primer trimestre de 2009, se estabilizó en el segundo y se aceleró en la segunda mitad del año, hasta alcanzar el 0,8% en el cuarto trimestre, liderado por los aumentos en Estados Unidos y Japón, mientras que la zona del euro registró una ralentización en el último cuarto del año. En consecuencia, los descensos interanuales se fueron reduciendo, desde el 4,8% del primer trimestre hasta el 0,7% en el cuarto, con una caída del conjunto de 2009 del 3,4%, el primer declive desde el inicio de la serie en 1960. En los últimos meses, los indicadores globales siguen apuntando a que la recuperación prosigue, aunque en algunos de ellos se precia una cierta moderación del ritmo de avance. En efecto, el índice PMI de manufacturas bajó en febrero nueve décimas, situándose en 55,2 y el de servicios mejoró 1,4 puntos, hasta 52,6. En suma, el índice compuesto, que representa en torno al 84% del PIB mundial, tuvo un aumento de cuatro décimas, hasta quedar en 53,6, que es consistente con un crecimiento anualizado entre el 3% y el 4%. En conjunto, la actual fase de recuperación ha estado impulsada, especialmente por el sector de manufacturas, que también había sido el más afectado por la crisis. Por otra parte, el in-

dicador compuesto adelantado de actividad de la OCDE continuó señalando una expansión de la actividad económica en enero. El índice del conjunto de los países desarrollados registró un avance mensual de ocho décimas y de 11,3 puntos respecto al mismo mes del año anterior, situándose en 103,6. Los incrementos mensuales han seguido registrando una paulatina y gradual moderación desde los avances de 1,4 puntos registrados en junio y julio de 2009. En la zona del euro los aumentos fueron del 0,6 mensual y de 12,5 puntos interanual (104,8). En Francia y Alemania el alza mensual fue de 0,3 y 0,9, situándose el aumento interanual en 11,6 y 16 (respectivamente). En España, el índice alcanzó 104, lo que implica un avance de cuatro décimas respecto al mes previo y de 10,5 puntos en relación con el mismo mes de 2009. En el caso de Estados Unidos, el aumento mensual fue de nueve décimas y el interanual de 11 puntos (102,3). En China se produjo un avance mensual de una décima e interanual de 8,4 puntos (103,5) y en Rusia de cuatro décimas mensual y de 15,1 puntos interanual (102,1). En ambos casos, se proyecta que continúe la expansión. En Brasil se anotó un descenso mensual de dos décimas y un alza interanual de 14,2 puntos (98,6). Asimismo, el índice de India tuvo un descenso mensual de una décima y un avance interanual de 5,1 puntos (99). Estos ligeros retrocesos respecto al mes previo apuntan a que en estas dos grandes economías el ritmo de la recuperación puede haberse moderado algo.



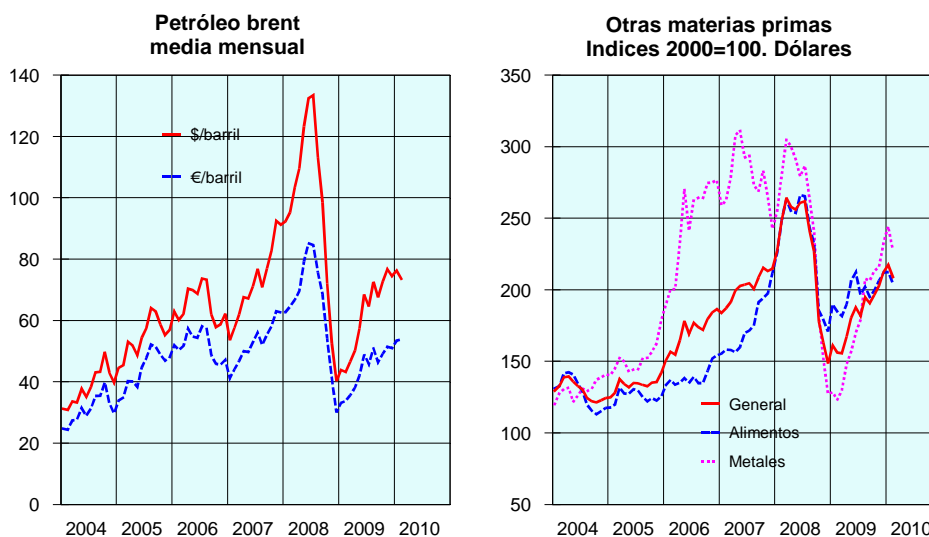
A corto plazo, el FMI prevé que el conjunto de economías avanzadas crezca un 2,1% en 2010 y un 2,4% en 2011, lo que implica que la recuperación será más moderada que en otras fases cíclicas. La incertidumbre continúa siendo elevada, y los riesgos parecen estar equilibrados. Por una parte, no cabe excluir que los flujos de capital, el comercio y la demanda privada vayan mejor de lo previsto. Pero también pueden surgir novedades en cuanto a la retirada de las políticas de apoyo, el saneamiento del sistema financiero, la evolución del mercado laboral y la situación presupuestaria y la sostenibilidad fiscal.

Las previsiones de inflación se mantienen muy moderadas

En este contexto de baja utilización de la capacidad productiva y debilidad de la demanda y del mercado laboral, no resulta extraño que la inflación se haya mantenido muy contenida. La inflación interanual del conjunto de la OCDE se situó en terreno negativo en los meses centrales de 2009 y volvió a tasas positivas a partir de octubre, situándose en enero de 2010 en el 2,1%, im-

pulsada por un aumento del 10,6% en los precios energéticos. En efecto, la evolución de los precios de consumo estuvo muy vinculada a la de los precios petrolíferos. De hecho, el precio del petróleo Brent se orientó al alza en el transcurso de 2009 por la mejora de la economía global y los recortes de la oferta adoptados en 2008 por la OPEP, cerrando el año cerca de los 78 dólares/barril, el doble que un año antes. En los últimos meses, la evolución de los precios petrolíferos vino experimentando numerosas oscilaciones, en función de las expectativas sobre la recuperación mundial y por la evolución del dólar, al estar denominados en esta moneda. La media de febrero del petróleo Brent fue de 73,6 dólares/barril, dos dólares y medio inferior a la de enero, aunque el perfil del mes mostró una tendencia ascendente, hasta cerrar febrero en 76,4 dólares. El índice de precios de otras materias primas, elaborado por The Economist y expresado en dólares, también se caracterizó por sus oscilaciones, situándose la media de febrero un 33,8% por encima de la de un año antes, pero un 3,9% por debajo de la de enero. El subíndice de alimentos experimentó en febrero un alza interanual del 10,7%, muy inferior al aumento del 84,6% protagonizado por el de metales.

G 1.7 PRECIOS MATERIAS PRIMAS



Fuente: Financial Times y The Economist.

El FMI prevé que la inflación se mantenga en niveles muy bajos en las economías avanzadas, con un alza del 1,3% en 2010 y del 1,5% en 2011. Respecto a las materias primas, se espera una presión alcista moderada, ya que las existencias se encuentran en niveles superiores a su media histórica y hay una importante capacidad no utilizada en muchos sectores productores de materias primas. A partir de la información relativa a los mercados de futuros, dicho organismo espera que el precio del petróleo se sitúe en una media de 76 dólares/barril en el año actual y de 82 dólares en 2011. Para el resto de materias primas se prevé un incremento del 5,8% en el año en curso y del 1,6% en el próximo. Según la Agencia Internacional de energía, la demanda mundial de crudo en 2010 tendrá un moderado incremento de 1,6 millones de barriles/día, concentrándose el aumento en las economías emergentes.

Cuadro 1.5 Previsiones económicas Fondo Monetario Internacional (1)

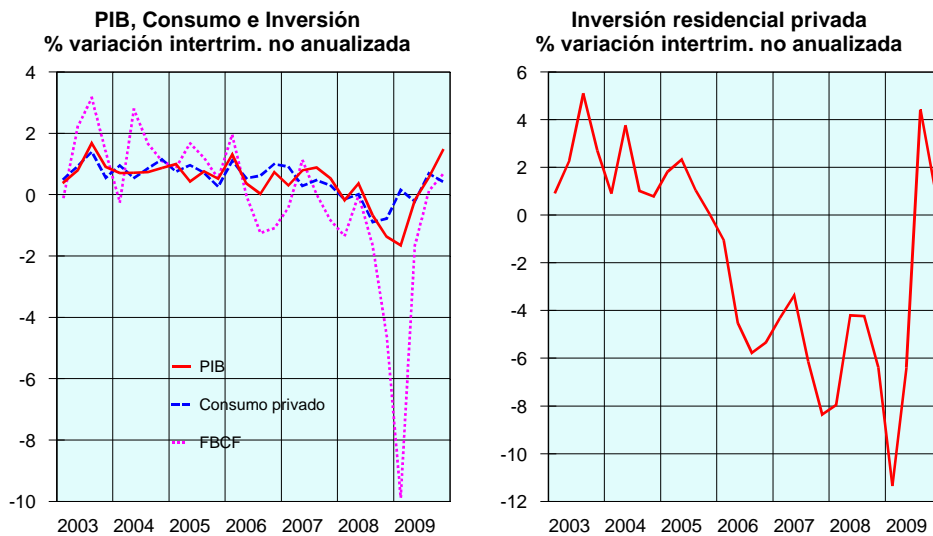
	2008	2009	2010	2011	Diferencia con octubre 2009	
					2010	2011
PIB (% Δ real)						
Total Mundial	3,0	-0,8	3,9	4,3	0,8	0,1
Economías avanzadas	0,5	-3,2	2,1	2,4	0,8	-0,1
Zona del euro	0,6	-3,9	1,0	1,6	0,7	0,3
Alemania	1,2	-4,8	1,5	1,9	1,2	0,4
Francia	0,3	-2,3	1,4	1,7	0,5	-0,1
Italia	-1,0	-4,8	1,0	1,3	0,8	0,6
España	0,9	-3,6	-0,6	0,9	0,1	0,0
Reino Unido	0,5	-4,8	1,3	2,7	0,4	0,2
Estados Unidos	0,4	-2,5	2,7	2,4	1,2	-0,4
Japón	-1,2	-5,3	1,7	2,2	0,0	-0,2
Economías emergentes y en desarrollo	6,1	2,1	6,0	6,3	0,9	0,2
África	5,2	1,9	4,3	5,3	0,3	0,1
América	4,2	-2,3	3,7	3,8	0,8	0,1
Brasil	5,1	-0,4	4,7	3,7	1,2	0,2
Méjico	1,3	-6,8	4,0	4,7	0,7	-0,2
Rusia	5,6	-9,0	3,6	3,4	2,1	0,4
Asia	7,9	6,5	8,4	8,4	1,1	0,3
China	9,6	8,7	10,0	9,7	1,0	0,0
India	7,3	5,6	7,7	7,8	1,3	0,5
Comercio Mundial B y S (%Δ real)	2,8	-12,3	5,8	6,3	3,3	1,1
Precios materias primas en \$ (%Δ)						
Petróleo	36,4	-36,1	22,6	7,9	-1,7	4,0
No combustibles	7,5	-18,9	5,8	1,6	3,4	-1,3
Precios de consumo						
Economías avanzadas	3,4	0,1	1,3	1,5	0,2	0,2
Economías emergentes y en desarrollo	9,2	5,2	6,2	4,6	1,3	0,1

Fuente: Fondo Monetario Internacional. Interim Forecast 26-01-2010.

El crecimiento de Estados Unidos se aceleró en el cuarto trimestre

El PIB estadounidense ganó mayor dinamismo de lo esperado en el último trimestre de 2009, al avanzar un 5,9% (tasa intertrimestral anualizada), el segundo aumento consecutivo. La variación interanual quedó en el 0,1% y la del conjunto de 2009 en el -2,4%, el primer registro anual negativo desde el descenso de dos décimas en 1991. La mejora de la actividad en el último tramo del pasado año provino, en primer lugar, de la acumulación de inventarios, que aportó 3,9 puntos al crecimiento. El avance del consumo privado se moderó 1,1 puntos, hasta el 1,7%, debi-

G 1.8 ESTADOS UNIDOS



Fuente: Bureau of Economic Analysis.

do a la caída de un 18,9% en la compra de automóviles por la finalización de los incentivos, al tiempo que el gasto público retrocedió, después de dos trimestres de avances. También el alza de la inversión residencial se moderó, tras la espectacular ganancia del periodo previo asociada a los beneficios fiscales implementados, que inicialmente finalizaban en noviembre y luego se prorrogaron hasta abril. En contraposición, la inversión en equipo y software mostró un fuerte repunte y la demanda externa aportó tres décimas al crecimiento, al avanzar de forma muy importante las exportaciones.

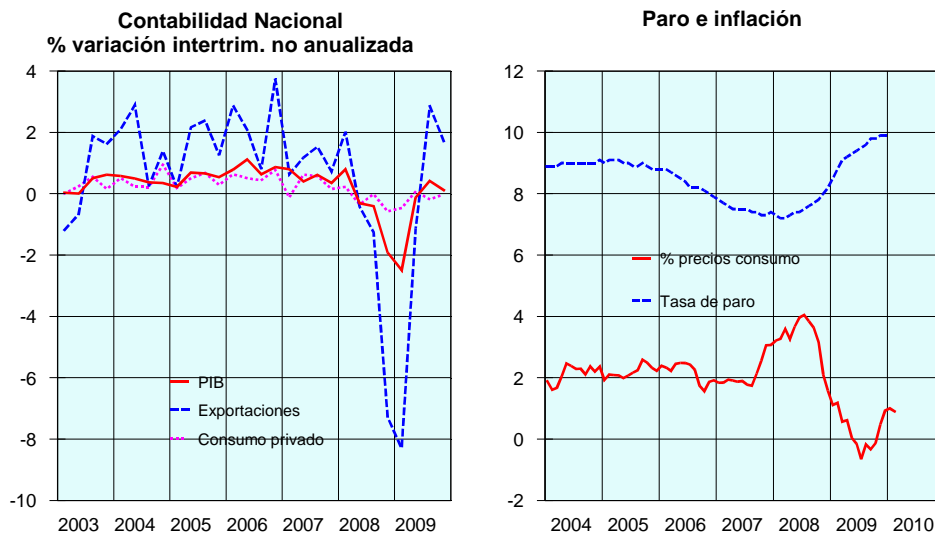
La actividad industrial estadounidense progresa pero la confianza de los consumidores ha dejado de avanzar

En los indicadores de los últimos meses se constata de forma clara la mejora de los pedidos y de la producción industrial, así como de las exportaciones. Este mayor dinamismo permitió que en enero la tasa de paro disminuyera tres décimas y se haya estabilizado en febrero. La destrucción de empleo se ha moderado en el conjunto de la economía, registrándose un aumento del empleo en manufacturas y servicios, mientras que en la construcción continuó el retroceso. En este último sector, algunos datos recientes, como los de ventas de viviendas han experimentado retrocesos respecto a los meses previos, aunque se mantienen en un nivel muy superior al de un año antes. Aunque los beneficios fiscales pueden estar distorsionando el comportamiento de estas variables, la confianza de los consumidores se redujo en febrero. Cabe recordar que desde el comienzo de la recesión en diciembre de 2007 se han perdido 8,4 millones de empleos y que el nivel de endeudamiento de las familias es elevado. Por su parte, el indicador compuesto adelantado de actividad ha seguido avanzando en enero, pero el aumento fue de tres décimas, muy inferior al de los dos meses previos. El FMI prevé que el PIB estadounidense crezca un 2,7% en 2010 y se modere ligeramente al 2,4% en 2011.

El crecimiento de la zona del euro se ralentizó en el cuarto trimestre

La economía del conjunto de la zona del euro inició su recuperación en el tercer trimestre de 2009 con un crecimiento intertrimestral del 0,4% (no anualizada), dejando atrás cinco trimestres consecutivos de retrocesos. Durante el cuarto trimestre el alza se ralentizó al 0,1%, debido a la finalización de algunos elementos temporales de impulso, como los incentivos a la compra de automóviles en Alemania. De esta forma, el retroceso interanual del PIB se moderó al 2,1% en el último trimestre del año, registrando en el conjunto de 2009 un descenso del 4%. En el cuarto trimestre el consumo privado se estancó, después de caer un 0,2% en el periodo anterior y el consumo público retrocedió un 0,1%, frente al avance del 0,8% en el tercer trimestre. La formación bruta de capital fijo atenuó una décima su descenso hasta el 0,8% y la variación de inventarios tuvo un comportamiento neutral, después de haber aportado medio punto al crecimiento el periodo previo. En sentido positivo, la demanda externa aportó tres décimas al crecimiento, por el mayor vigor en las exportaciones (1,7%) que en las importaciones (0,9%). Ambos flujos con el exterior experimentaron una desaceleración respecto al periodo previo. Desde la óptica de la oferta, cabe destacar que el avance del sector industrial se moderó hasta el 0,3% y persistió el declive en el de la construcción (-1,1%).

G 1.9 ZONA EURO



Los indicadores sugieren una ralentización en el proceso de recuperación de la zona del euro...

En los últimos indicadores se aprecia como prosigue la recuperación del área, pero aún tiene que hacer frente a numerosos factores de incertidumbre. Por un lado, el índice PMI de manufacturas de febrero anotó un avance mensual de 1,8 puntos, que lo situó en 54,2, el máximo en treinta meses, con una aceleración de la producción y los nuevos pedidos, si bien a nivel individual aumentaron las disparidades entre las diversas economías. Por otro, algunos indicadores mostraron una estabilización, como el índice de sentimiento económico, que descendió en febrero una décima respecto a enero, después de diez meses de mejoras continuadas. La confianza industrial y de servicios avanzaron pero la confianza de los consumidores se replegó ligeramente, hasta -17, todavía inferior a su media a largo plazo. En enero, la tasa de paro se mantuvo en el 9,9%, la

misma de los dos meses anteriores, mientras que el volumen del comercio al por menor descendió respecto al mes previo. Otros datos de actividad también fueron erráticos, como el descenso mensual sufrido por la producción industrial en diciembre, que superó en cuantía al aumento del mes previo.

... que se mantendrá moderada

A corto y medio plazo, el FMI prevé para el PIB de la zona del euro un alza del 1% en 2010 y del 1,6% en 2011. La Comisión Europea en su Interim Forecast, publicado a finales de febrero, fue aún más prudente al esperar un 0,7% en 2010. Según este organismo europeo, la demanda exterior puede tener en el futuro una contribución positiva, si se confirma el buen momento exportador de comienzos de 2010, dependiendo de la fortaleza de la recuperación global y sin olvidar el posible efecto adverso que pueda tener la anterior apreciación del euro. En cuanto a la demanda interna, la inversión en equipo va a permanecer moderada, dada la baja tasa de utilización de la capacidad productiva en manufacturas que se sitúa en el 73% en el primer trimestre de 2010. A esto se une el hecho de que, a pesar de la mejora de la demanda, las empresas parece que aún tienden a mantener un bajo nivel de inventarios. Las expectativas para la inversión residencial también son débiles pero la construcción no residencial probablemente aumentará, gracias, principalmente, a los proyectos de infraestructura con financiación pública. Estas previsiones poco favorables para la inversión implican que el mercado laboral va a mantenerse débil, lo que a su vez afectará al consumo privado. No obstante, algunos factores pueden favorecer esta variable, como la mayor confianza de los hogares. De hecho, la tasa de ahorro ya descendió en el tercer trimestre de 2009, tras haber aumentado casi tres puntos durante los cuatro trimestres previos por motivos de precaución. Por último, la Comisión Europea prevé que la inflación se mantenga en niveles bajos, del 1,1% en 2010.

El PIB alemán se estancó en el cuarto trimestre

El PIB del cuarto trimestre se estancó tras haber crecido en los dos trimestres previos (un 0,4% en el segundo y un 0,7% en el tercero), al haberse agotado el estímulo derivado de los incentivos a la compra de automóviles y frenarse el proceso de reconstitución de existencias. La variación interanual siguió atenuando el descenso, hasta quedar en el -2,4%. La única contribución positiva al crecimiento provino de la demanda exterior, que aportó dos puntos, como consecuencia de un avance en exportaciones (3%) combinado con un descenso en importaciones (1,8%). En el gasto interno se produjo un retroceso generalizado. La formación bruta de capital fijo retrocedió un 0,7%, tras dos trimestres de avances, con descensos tanto en maquinaria y equipo como en construcción. Además, la variación de inventarios detrajo 1,2 puntos al crecimiento, tras haber aportado punto y medio el trimestre previo. En el conjunto de 2009 el PIB sufrió un descenso del 5% y el déficit público alcanzó el 3,3% del PIB, después del equilibrio logrado el año precedente. En los últimos indicadores cabe destacar como nota favorable la fuerte mejora del índice PMI de manufacturas en febrero, que contrastó con el retroceso del índice Ifo de confianza empresarial de dicho mes o las pérdidas, aunque ligeras, del índice Gfk de clima de los consumidores en los últimos meses, asociadas al temor de un deterioro del mercado laboral. Hasta ahora éste ha sido muy moderado, ya que el número de personas empleadas en enero fue de un 0,4% menor que en el mismo mes de 2009 y la tasa de paro se mantuvo bastante estable, ligeramente por encima del 8%.

La Comisión Europea prevé que prosiga el estancamiento en el primer trimestre de 2010, antes de acelerarse progresivamente a lo largo del año. Este comportamiento descansará en el mayor dinamismo del comercio mundial, que determinará una recuperación de la inversión, y en una estabilización del consumo privado, de forma que en el conjunto de 2010 se alcance un crecien-

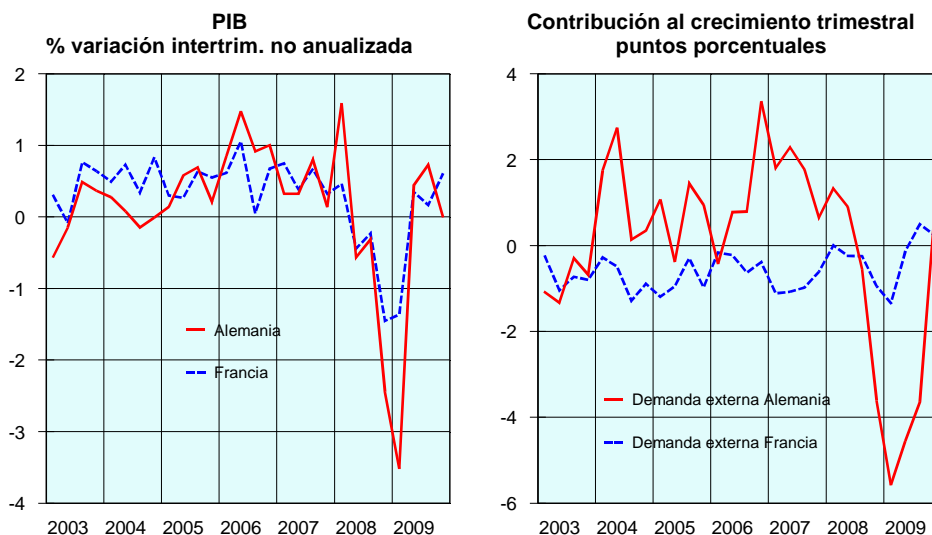
to del 1,2%. El FMI parece más optimista al prever un avance del 1,5% en 2010 y del 1,9% en 2011.

La demanda interna francesa sostiene la recuperación

El crecimiento del PIB del cuarto trimestre se aceleró hasta el 0,6%, tras el 0,2% en el tercer trimestre. De esta forma, el retroceso de la actividad en Francia en 2009 (-2,2%) fue una de las más bajas de los socios comunitarios. En el último trimestre del año, el consumo privado adquirió dinamismo al avanzar un 0,9% frente al casi estancamiento del trimestre previo, gracias al avance de un 8% en la compra de automóviles, sostenido por los incentivos fiscales. La formación bruta de capital fijo continuó en retroceso pero la variación de existencias aportó nueve décimas al crecimiento, tras los fuertes ajustes a la baja de los tres trimestres previos. Las exportaciones frenaron su avance y las importaciones se aceleraron, de forma que la demanda exterior restó siete décimas al crecimiento, después de dos trimestres de aportación positiva. La Comisión Europea prevé un crecimiento del 0,4% para el primer trimestre de 2010; posteriormente, el PIB se estancará en los dos trimestres centrales del año y se recuperará al 0,3% en el cuarto trimestre. Esta evolución reflejará el final de los incentivos sobre el consumo privado, al tiempo que se espera un débil comportamiento de la inversión privada y una pérdida de cuota en los mercados exteriores. En suma, el avance del PIB en 2010 será del 1,2%, según la Comisión Europea. También en este caso, el FMI parece más optimista, al proyectar un alza del 1,4% en 2010 y del 1,7% en 2011.

En el caso de Italia, la variación del PIB volvió a terreno negativo en el cuarto trimestre 2009, al caer un 0,2%, tras el avance del 0,6% en el periodo previo. En el conjunto de 2009 el PIB descendió un 5%, con retrocesos del 1,8% en consumo privado, del 12,1% en la inversión y del 19,1% en las exportaciones. La Comisión Europea prevé un crecimiento del 0,7% en el conjunto de 2010, impulsado por las exportaciones y por un consumo privado que puede verse beneficiado de un descenso de la tasa de ahorro.

G 1.10 ALEMANIA Y FRANCIA

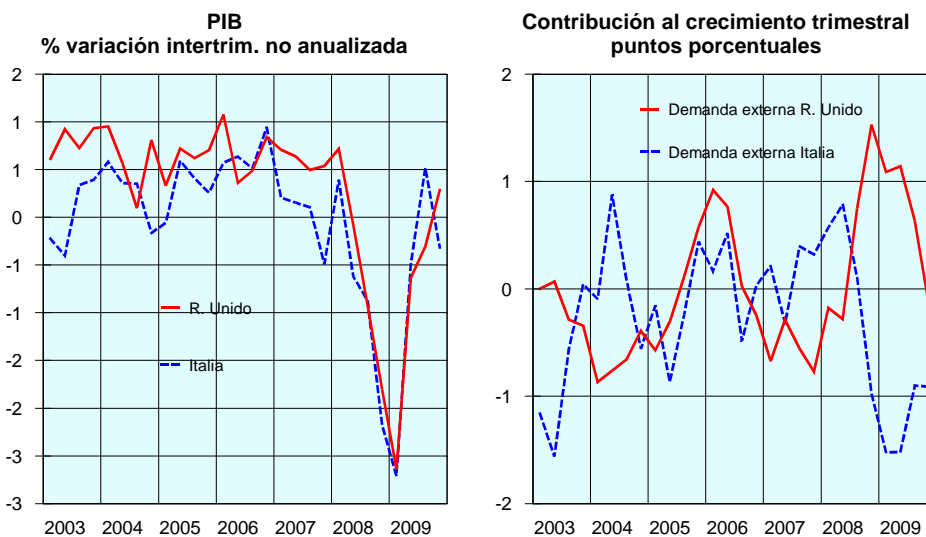


Fuentes: Statistisches Bundesamt e INSEE.

La economía británica volvió a avanzar a finales de 2009

En el cuarto trimestre de 2009, el PIB creció un 0,3% (tasa intertrimestral no anualizada), dejando atrás seis trimestres consecutivos de retrocesos. La caída interanual se amortiguó dos puntos porcentuales hasta el 3,3% y el resultado global del año mostró un descenso del 5%. En el último trimestre de 2009 el sector de manufacturas registró un avance del 0,8%, el primero desde comienzos de 2008, el de servicios ganó un 0,5%, después de cinco trimestres de retrocesos, pero, en contrapartida, el sector de construcción se contrajo un 1%, tras dos periodos positivos. Desde la óptica del gasto, el consumo de las familias avanzó un 0,4%, el mejor resultado desde comienzos de 2008. En contrapartida, la formación bruta de capital fijo cayó un 3,1%, después de haber ganado un 1,6% el mes previo. Además, el sector exterior restó dos décimas al crecimiento, al avanzar a menor ritmo las exportaciones que las importaciones, habiéndose fortalecido ambos flujos. Entre los últimos indicadores cabe resaltar algunos favorables, como el buen nivel del índice PMI de manufacturas en enero y febrero (56,6 puntos), o la estabilización del mercado laboral. No obstante, el restablecimiento de la tasa del IVA en el 17,5% a comienzos de 2010, tras su reducción temporal al 15% durante 2009, puede afectar temporalmente al consumo privado. La Comisión Europea prevé un crecimiento del PIB del 0,2% en los dos primeros trimestres de 2010 y luego una ligera aceleración en el segundo semestre, hasta un crecimiento del 0,4% en el cuarto trimestre. En conjunto, el PIB de 2010 crecerá un 0,6%, según este organismo, tras rebajar tres décimas su previsión del pasado otoño. El FMI es, de nuevo, más optimista, esperando un alza del 1,3% en el año actual y del 2,7% en el próximo.

G 1.11 ITALIA Y REINO UNIDO



Fuentes: ONS e ISTAT.

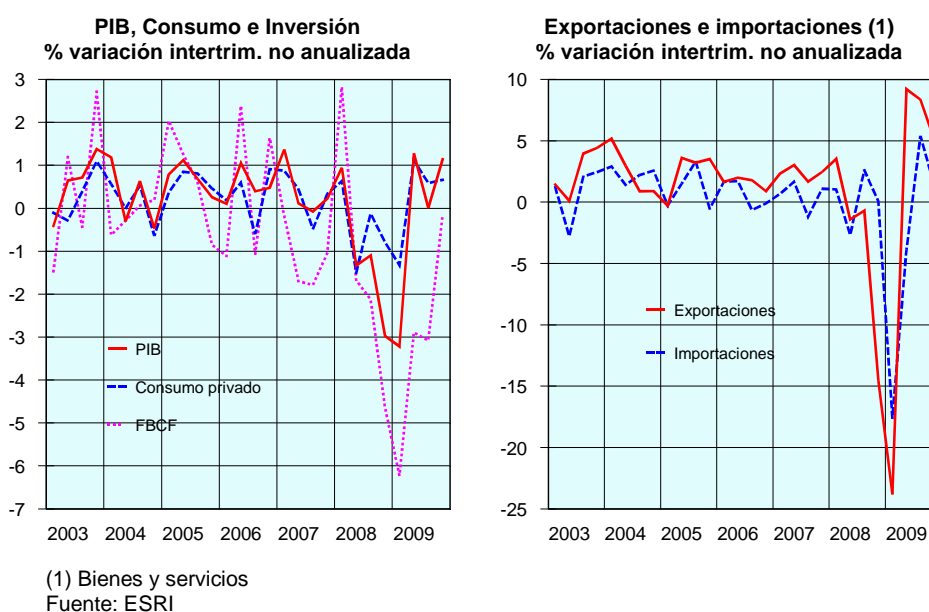
Las exportaciones y el programa de impulso económico reactivaron la economía japonesa

La economía japonesa experimentó un acusado avance en el cuarto trimestre de 2009 del 1,1% en tasa intertrimestral no anualizada. El consumo privado continuó relativamente dinámico, el consumo público se aceleró y la inversión privada no residencial pasó a terreno positivo, tras un año de retrocesos. La inversión privada residencial siguió retrocediendo, aunque el ritmo de deterioro se frenó. Por otra parte, la demanda externa aportó medio punto al crecimiento, por el mayor

avance en exportaciones que en importaciones, produciéndose una desaceleración de ambas variables. En el transcurso de 2009 el retroceso interanual se fue atenuando, al pasar de un 8,4% en el primer trimestre a sólo un 0,9% en el cuarto. En el conjunto de 2009 el PIB cayó un 5,1%, el segundo descenso consecutivo, tras el 1,2% de 2008.

Entre los últimos indicadores cabe destacar la favorable evolución de la producción industrial, vinculada con la buena marcha de sus exportaciones, especialmente de las dirigidas a sus grandes vecinos asiáticos. Asimismo, la tasa de paro se ha venido reduciendo en los últimos meses. No obstante, la inflación de la cesta de consumo se mantuvo en terreno negativo, con un descenso interanual en enero del 1,3% y, si se excluyen los alimentos y la energía, del 1,2%. De cara al futuro, el FMI prevé un crecimiento del 1,7% en 2010 y del 2,2% en 2011.

G 1.12 JAPÓN



Las economías de China e India mostraron una importante aceleración

En China, el ritmo de avance del PIB se intensificó durante 2009, pasando del 6,1% (tasa interanual) en el primer trimestre hasta el 10,7% en el cuarto. El fuerte aumento del crédito bancario y la rápida puesta en marcha de un importante programa de estímulo, apoyado en la inversión, consiguieron que la demanda interna compensara sobradamente el retroceso de las exportaciones. Este fuerte crecimiento superó lo previsto y llevó a sus autoridades a adoptar una política monetaria más restrictiva. En este sentido, el retroceso del índice PMI de manufacturas de febrero en 3,8 puntos, hasta 52, podría estar reflejando, el efecto de unas políticas económicas menos expansivas. También en India se adoptaron algunas medidas para contener los efectos inflacionistas de un crecimiento, que en el tercer trimestre se aceleró hasta el 7,9%. El FMI prevé que el aumento del PIB de China se sitúe en torno al 10% en los dos próximos años y que en India se mantenga cercano al 8%. Para el conjunto de los países en desarrollo de Latinoamérica se prevé un crecimiento del 3,7% en el año actual, tras la caída del 2,3% en 2009, y que mantenga este ritmo en el próximo año. En el caso de Brasil se apunta una recuperación en 2010 del 4,7% (-0,4% en 2009) y en Méjico del 4% (-6,8% en 2009).

