

# Informe de coyuntura económica y financiera

## Mayo de 2011

<b>Visión general</b> <i>Final de la distensión monetaria en EE.UU.?: la caída del dólar y los efectos potenciales sobre los precios de los activos</i>	2
<b>Eventos económicos y financieros recientes</b>	4
<b>Análisis</b> <i>Mapa energético de las principales economías del mundo e impacto del encarecimiento de las materias primas</i>	6
<b>Principales indicadores de coyuntura</b>	12

## Visión general

### *Final de la distensión monetaria en EE.UU.?: la caída del dólar y los efectos potenciales sobre los precios de los activos*

La Reserva Federal de los EE.UU. (Fed en adelante) podría iniciar en próximos meses el proceso de desmantelamiento de los estímulos monetarios que puso en marcha para combatir la crisis y sostener la actividad. Los retos que plantea este cambio de política son, ciertamente, formidables, y van a tener consecuencias sobre el resto del mundo, por lo que tanto el inicio, como la intensidad y el ritmo, de las modificaciones son variables determinantes. La depreciación del dólar en los últimos meses es prueba de la relevancia dentro y fuera de los EE.UU. de las actuaciones y mensajes de política monetaria de la Fed.

La Fed considera que su política de inyección de liquidez extraordinaria, la llamada *Quantitative Easing 2* (QE2), puesta en marcha en agosto de 2010 y con vigencia hasta el 30 de junio de este año, ha tenido los efectos deseados. Ha conseguido evitar la deflación y, al mismo tiempo, ha permitido el alza de los precios de todo tipo de activos, en especial, los bursátiles y del mercado de bonos privados y públicos, objetivo perseguido para mejorar los balances de empresas y hogares, lo que debería impulsar la confianza y la capacidad de crecimiento. Así, en el período de vigencia del QE2 no sólo el índice Standard&Poor's-500 de la bolsa estadounidense ha aumentado cerca del 30%, sino que el que incluye valores de pequeñas y medianas empresas, el índice *Russell-2000*, ha crecido más del 40%. Otro mercado alcista ha sido el de títulos de renta fija, públicos y privados, con la rentabilidad del bono del Tesoro a 10 años que llegó alcanzar mínimos históricos en el 2,39% a principios de octubre pasado y ha promediado un valor ligeramente superior al 3% desde agosto de 2010. Adicionalmente, y aun cuando no era un objetivo explícito, la política monetaria de la Fed ha conseguido depreciar el dólar desde el inicio de la recuperación, permitiendo que las exportaciones contribuyeran intensamente al crecimiento en los últimos trimestres (cerca de 1,3 puntos porcentuales del aumento medio del 2,8% desde el final de la recesión en el segundo trimestre de 2009). La debilidad del dólar ha tenido también reflejo en aumentos de los precios de las materias primas, de otros activos en países emergentes (financieros e inmobiliarios) y en la fuerte revalorización del oro (en máximos históricos por encima de 1.500 dólares por onza).

Sin embargo, los resultados positivos en términos de crecimiento y de lucha contra la deflación se han obtenido a un coste elevado. La Fed ha acumulado un balance que casi triplica el existente antes de la crisis, al tiempo que su composición y el plazo de sus activos se ha alterado radicalmente, con un marcado sesgo hacia bonos del Tesoro de largo plazo y activos vinculados al sector inmobiliario. Así, frente a una situación previa a la crisis en la que un 90% del activo eran títulos del Tesoro y un 35% de éstos letras, y, por tanto, a corto plazo, en la actualidad estos porcentajes se han reducido al 50% y al 1%, respectivamente, mientras más de un 30% son ahora activos relacionados con el mercado inmobiliario (Market Backed Securities, MBS). Al mismo tiempo, la Fed ha mantenido durante más de dos años el tipo de interés objetivo de los fondos federales, el de referencia, en un rango del 0-0,25%.

Es cierto que la situación de la economía estadounidense mejoró progresivamente durante 2010, desde el avance anualizado del PIB del 1,7% en el segundo trimestre al 2,6% en el tercero y al 3,1% en el cuarto. Sin embargo, los resultados del primer trimestre de 2011 y algunas variables posteriores sugieren que su ritmo de recuperación se ha moderado. En el primer trimestre, el dato preliminar muestra una reducción del crecimiento hasta niveles del 1,8% anualizado, con un impacto negativo sobre el consumo del encarecimiento del petróleo y con una reducción significativa del gasto público. Además, no hay que olvidar los persistentes problemas del mercado inmobiliario, la lenta mejora del mercado de trabajo más allá de la creación de empleo de los últimos meses, el menor avance de la producción manufacturera, la caída en términos reales de las ventas minoristas y el retroceso de la confianza del consumidor. Por su parte, aunque el aumento de los precios se ha acelerado y la Fed ha revisado al alza sus previsiones para 2011 (desde un rango del 1,3-1,7% en enero al 2,1-2,8% actual), para 2012 se espera que se vuelva a situar por debajo del 2% (1,4-2,0%).

En este contexto, la principal preocupación de la Fed es la de transitar desde la etapa de distensión monetaria hacia otra en la que ha de desaparecer el soporte del banco central. Y donde hay más preocupación

acerca de este proceso es en sus consecuencias sobre los precios de los activos. En los bursátiles, por supuesto, y en otras inversiones de mayor riesgo (desde 'bonos basura' a bonos de los mercados emergentes), pero, en especial, en los de los bonos del Tesoro estadounidense, dado que la Fed ha estado comprando en torno al 60-70% de las necesidades de financiación del sector público. Además, los retos se extienden a otros frentes: el dólar ha alcanzado valores mínimos, sin aparente 'efecto refugio' de los problemas geopolíticos del norte de África y de Próximo Oriente, la calificación de la deuda pública estadounidense se encuentra presionada (*Standard&Poor's* ha modificado su perspectiva desde "estable" a "negativa") y no se esperan medidas substantivas relacionadas con las finanzas públicas antes de las elecciones presidenciales de noviembre de 2012.

No obstante, en opinión del presidente de la Fed, el final de las compras de bonos no debería tener gran impacto sobre sus precios. Su visión se basa en la teoría de elección de cartera (desarrollada por James Tobin en los años cincuenta) y en la evidencia empírica disponible, que postula que lo relevante para los tipos de interés de los bonos no son los flujos sino el stock de deuda. En los mercados no hay consenso, ya que algunos analistas sostienen que la falta de demanda para financiar el déficit público de los EE.UU. va a tener consecuencias negativas sobre sus precios, mientras que otros, en línea con la postura de la Fed, apuestan por un impacto moderado, dado que ya se habría interiorizado esta situación hace meses.

La complejidad de la situación actual se refleja en las posiciones encontradas en el seno de la misma Fed. Así, mientras los presidentes de la Reserva Federal de Filadelfia y de Dallas están a favor de elevar los tipos de interés y, simultáneamente, reducir agresivamente el volumen del balance, el de Minneapolis prefería que se separaran los planes de reducción del activo, a más largo plazo, de la política de elevación del precio del dinero, y el de San Luis es partidario de comenzar reduciendo el tamaño del balance antes de iniciar la subida de tipos. Por su parte, el presidente de la Reserva Federal de Nueva York y la vicepresidenta de la Fed se muestran más preocupados por un prematuro cambio de política, dadas las áreas de vulnerabilidad que subsisten. Por ello, el resultado final hasta finales de abril ha sido un equilibrio entre estas posiciones. Así, el 30 de junio finalizará la distensión monetaria derivada de QE2, pero esto no implicará, todavía, comenzar el proceso de tensionamiento de la misma. El programa de compra de activos no se extenderá más allá del final previsto, después de haber adquirido 600 mil millones de dólares adicionales en deuda pública, pero la reducción, conforme vayan venciendo los títulos, será gradual. Además, tal y como comentó el presidente de la Fed tras el último comité de política monetaria, de momento se mantienen los tipos de interés próximos a cero.

Entre todos los efectos que ha generado la política de distensión monetaria, y el anuncio de la Fed de mantenerla un cierto período, la pérdida de valor del dólar aparece como una de las más relevantes para el área del euro. En las últimas semanas se ha asistido a máximos de cotización de numerosas divisas frente a la estadounidense, continuando con el proceso de acumulación de reservas de aquellos países que quieren frenar este proceso. Esto ocurre con un buen número de bancos centrales de Asia, con China a la cabeza, que supera ya los 3 billones de dólares en reservas, pero también en economías como Taiwán (casi 400 mil millones), Corea (cerca de 300 mil millones) o Hong Kong (unos 275 mil millones). La presión depreciadora sobre el dólar se ha dejado sentir también en otros mercados emergentes, como Brasil, México y Sudáfrica, y en los desarrollados, alcanzado mínimos de los últimos 30 años frente al dólar australiano, perdiendo desde verano pasado entre un 10% y un 20% de su valor frente al dólar canadiense, las divisas escandinavas, el franco suizo y el euro, con el que cotiza cerca de 1,50 dólares, valores no alcanzados desde finales de 2009. De esta forma, a finales de abril, el tipo de cambio efectivo del dólar (es decir, el ponderado por su comercio exterior) se ha situado en valores mínimos, con una caída del 8% desde agosto de 2010, cuando se inició QE2, y un 5% sólo en los cuatro primeros meses de 2011.

En este contexto, todo apunta a que van a continuar las fuerzas que presionan a la baja la cotización de la divisa estadounidense: moderado crecimiento del PIB, ausencia de cambios significativos en la política monetaria de la Fed y dudas sobre el proceso de consolidación fiscal. De esta forma, la política monetaria del BCE deberá incluir, en mayor medida que los últimos meses, la importante caída del dólar entre las variables que la determinan, por su negativo efecto sobre la actividad y sus positivas consecuencias sobre la inflación importada.



## Eventos económicos y financieros recientes

*El FMI alerta de los desequilibrios entre la recuperación de las economías avanzadas (2,4% en 2011) y de las economías emergentes (6,5%)...*

- El FMI mantiene en abril las previsiones de enero, de un crecimiento del 4,4% del PIB mundial en 2011 y del 4,5% en 2012 y alerta de los desequilibrios existentes en la recuperación. Por una parte, en las economías avanzadas, el producto se encuentra por debajo del potencial, con una tasa de paro muy elevada y con inquietudes sobre la sostenibilidad fiscal. Por otra, las economías emergentes tienen que evitar el sobrecalentamiento ante el aumento de los flujos de capital, con una combinación de consolidación fiscal y tasas de interés más elevadas.

*...con un aumento de los riesgos a la baja como consecuencia de los precios de las materias primas y de las incertidumbres geopolíticas*

- Las proyecciones están sujetas a un elevado grado de incertidumbre, por las tensiones geopolíticas y el repunte del precio de las materias primas (el petróleo marcó un nuevo máximo desde verano de 2008, superando los 127 dólares el barril de tipo Brent a mediados de abril), así como, respecto a las economías avanzadas, la debilidad de los balances soberanos y los riesgos financieros. Otro foco de incertidumbre es el impacto económico de la catástrofe de Japón, donde los últimos datos de producción industrial de marzo muestran una bajada histórica, del 15,3% (12,9% en términos interanuales).

*El avance más moderado del consumo privado, la aceleración de las importaciones y la mayor caída del gasto público, parcialmente compensados por el aumento de los inventarios, sitúan el avance del PIB de los EE.UU. en el 1,8% en tasa trimestral anualizada*

- La primera estimación del PIB estadounidense del primer trimestre de 2011 es del 1,8% tta, registro que representa una desaceleración desde el 3,1% conseguido en el último trimestre de 2010. El sector privado contribuye de manera positiva (2,9 puntos), mientras que el sector público y el saldo exterior restan 1,3 puntos. En términos interanuales, el avance ha sido del 2,3%, desde el 2,8% anterior.
- La desaceleración respecto al trimestre anterior se ha producido, principalmente, por la aceleración de las importaciones (4,4% en tta, desde -12,6% el último trimestre de 2010), unida a una desaceleración de las exportaciones (4,9% en tta, desde el 8,6% anterior), junto a una suavización en el ritmo de avance del consumo privado (2,7% en tta, desde el 4,0% anterior), un aumento en el ritmo de caída del gasto público en consumo e inversión (-5,2%, desde -1,7% anterior) y una desaceleración de la inversión privada no residencial (1,8%, desde el 7,7% anterior), parcialmente compensados por el aumento de los inventarios.
- Existe un grado elevado de consenso sobre el crecimiento previsto de la economía estadounidense en 2011, en torno al 3%, tanto por parte de los organismos internacionales (2,8% el FMI y 3,2% la OCDE) como por la FED (entre el 3,1% y el 3,3%). Para 2012, el FMI prevé un avance del 2,9%.

*Dinamismo industrial en el área del euro, con expectativas más moderadas para los próximos meses y debilidades en el consumo y la construcción, con un mantenimiento de las asimetrías por países*

- La producción industrial encadenó en febrero su quinto mes consecutivo de subidas, con un 0,4%. En términos interanuales, el índice corregido de efectos de calendario se aceleró hasta el 2,3% (0,5% en enero), con expectativas para los próximos meses de crecimiento (las órdenes industriales han continuado avanzando un 0,9% en marzo), a pesar de que ligeramente más moderado (el índice IFO de confianza empresarial alemana mostró dos caídas consecutivas en marzo y abril), afectado por la subida del precio del petróleo, la apreciación del euro, los procesos de consolidación fiscal y la suavización generalizada del crecimiento global. Por el contrario, la construcción cayó el 0,7% en febrero, si bien en términos interanuales se aceleró de hasta el 3,5% (-4,6% anterior).
- El escenario más inflacionista (2,8% en abril, según el indicador avanzado), junto a una percepción ligeramente más pesimista de la situación económica y financiera en el futuro inmediato afectan a la confianza de los consumidores, que en abril retrocede 1,0 puntos, y anticipa un crecimiento más moderado del consumo privado. Respecto a las perspectivas laborales de los próximos 12 meses, muestran una mejora de 2,4 puntos, si bien la tasa de paro de marzo se ha situado en el mismo nivel del mes anterior (9,9%).
- Las previsiones de los organismos internacionales coinciden en situar el crecimiento de 2011 en el 1,6% (FMI y Comisión Europea). La característica principal es la asimetría por países, con expectativas para 2011 entre el 2,5 y el 3,8% en Eslovaquia, Finlandia, Luxemburgo, Alemania y Malta, en torno al 2% en Austria, Eslovenia, Bélgica, Chipre, Francia y Holanda y crecimientos más reducidos en Italia, España e Irlanda, e incluso caídas del PIB en Portugal (-1,5%) y Grecia (-3,0%), según el FMI.

*Revisión al alza del crecimiento de la **economía española**, hasta el 0,8% en 2011, por parte del FMI, con un contrapunto negativo procedente del mercado laboral*

- El FMI y el Banco de España anticipan un crecimiento de la economía española del 0,8% en 2011, liderado por el sector exterior. En esta línea, las exportaciones han mostrado un crecimiento próximo al 27% interanual en los dos primeros meses del año, respecto al 22% anterior, mientras que el segmento extranjero ha impulsado el sector turístico en el primer trimestre del año, con un avance del 11,7% interanual de los viajeros en establecimientos hoteleros y del 16,2% las pernoctaciones.
- En los primeros meses de 2011 se observan mejoras en los servicios y la industria, con un avance de la cifra de negocios del sector terciario del 1,8% interanual en febrero, 1,2 puntos superior al del mes anterior, y del 11,0% en la industria, con una aceleración de 2,5 puntos. En el extremo opuesto, la construcción muestra un retroceso del 36% interanual en enero-febrero de 2011, según el indicador elaborado por Eurostat, y el precio de la vivienda libre retrocedió el 2,6% en el primer trimestre del año, según el Ministerio de Fomento, lo que provocó una aceleración del ritmo de caída interanual hasta el 4,7% (3,5% anterior).
- La inflación alcanza el 3,8% en abril (indicador avanzado), máximo desde finales de 2008, a causa, principalmente, del encarecimiento de la energía y los alimentos, si bien se espera que cierre el año en torno al 2,5%.
- Respecto al mercado laboral, los últimos datos de la Encuesta de Población Activa (EPA) del primer trimestre de este año señalan un repunte de la tasa de paro hasta el 21,3%, con 4.910.200 parados, y una caída de la ocupación del 1,3% interanual.

*Mejora del turismo, dinamismo del sector exterior y moderación en la industria, junto a un repunte de la tasa de paro, definen la coyuntura de la **economía catalana***

- A falta de los registros de Semana Santa, los viajeros en establecimientos hoteleros en Cataluña superan el primer trimestre de 2011 el máximo conseguido en 2008, gracias al dinamismo del segmento extranjero (avance del 10,7% interanual, y del 8,4% las pernoctaciones), si bien no es hasta los meses estivales cuando se producen la mayoría de entradas de extranjeros (en torno al 38%) y que serán decisivos para hacer un balance del año. No obstante, el turismo interno no recupera el tono, con una caída del 3,4% interanual de los viajeros y del 2,0% las pernoctaciones en el primer trimestre de 2011, si bien estos registros se encuentran sesgados por el efecto Semana Santa.
- Los indicadores del sector industrial apuntan una senda de crecimiento moderado en los próximos meses, según la caída de cerca de 3 puntos del índice de clima industrial de marzo, que pese a todo, sitúa el promedio del trimestre 4,2 puntos por encima del anterior y en máximos desde el primer trimestre de 2008. En esta línea, el índice de producción industrial ha avanzado el 2,1% interanual en enero-febrero de este año, con una desaceleración próxima a 3 puntos porcentuales.
- Respecto al sector exterior, las exportaciones han acelerado el ritmo de avance 5,4 puntos en enero, hasta el 22,7%, y las importaciones 3,3 puntos, hasta el 24,0%, con un déficit comercial de 1,8 miles de millones de euros.
- Los datos de la EPA del primer trimestre de 2011 señalan un nuevo aumento del número de parados, hasta 728 mil, y un repunte de la tasa de paro hasta el 19,0% (18,0% anterior), con un avance nulo de la ocupación (-0,1% anterior).

*Resistencia en los **mercados de renta variable** y escenario alcista de tipos a medio plazo*

- El Banco Central Europeo sube 25 p.b. el tipo de referencia, hasta el 1,25%, y no descarta una nueva subida en verano, mientras que el Comité de Política Monetaria de la Reserva Federal los mantiene inalterados en el rango de 0,0%-0,25%, si bien insinuó una posible subida a partir de septiembre. Estas diferencias acentúan la apreciación del euro, que ha cerrado el mes de abril en 1,48 USD/EUR, mientras que el yen se ha ido apreciando hasta 81¥/\$ en el periodo mencionado.
- El rescate de Portugal, estimado entre 75 y 90 mil millones de euros se ha añadido a la elevada incertidumbre sobre la recuperación y a una posible reestructuración de la deuda griega, lo que ha hecho repuntar los diferenciales de deuda soberana de Grecia, Irlanda, Portugal y España hasta 1.270, 746, 685 y 205 p.b. a finales de abril. Esto ha repercutido en el coste de financiación del Tesoro español, que se ha incrementado ligeramente en la subasta de finales de abril (las letras a 18 meses han pasado del 2,4% al 3,4%).
- En el mercado de renta fija, la rentabilidad de la deuda pública estadounidense a 10 años se ha situado en el 3,29% a finales de abril, y la de referencia alemana en el 3,24%, con un retroceso en el mes de 18 y de 11 p.b., respectivamente.
- Los mercados de renta variable se han caracterizado por su resistencia a los elementos adversos, pese a la elevada incertidumbre predominante. Así, el Dow Jones ha repuntado el 4,0% a finales de abril, el Euro-Stoxx el 3,1%, el Ibex-35 el 2,9% y el Nikkei el 1,0%, si bien, este último, acumula un retroceso del 3,7% desde el inicio del año.



## Análisis

### *Mapa energético de las principales economías del mundo e impacto del encarecimiento de las materias primas*

La evolución del precio de las materias primas energéticas tiene importantes efectos directos e indirectos en la economía. Directos como bienes intermedios en la generación de energía para el consumo final por parte de las empresas y de las familias. E indirectos por el traslado de esta dinámica a través de los procesos de fijación de precios y salarios. El impacto final sobre la economía dependerá básicamente de la intensidad energética de las actividades económicas (qué cantidad de energía se requiere por unidad de PIB), de la composición del mix energético (cuál es la distribución de oferta energética primaria<sup>1</sup> y de consumo final) y de la dependencia energética exterior (qué proporción de energía se importa). Este último factor es relevante a la hora de determinar si, cuando se produce un encarecimiento significativo de las materias primas energéticas, los recursos de empresas y familias se quedan en la economía doméstica o salen al exterior. En este recuadro se analizan estas variables en las 15 economías más grandes del mundo, con el objetivo de identificar los riesgos derivados del fuerte encarecimiento del precio de la energía en los últimos meses. El PIB de este grupo de países es equivalente a un 70% de la economía mundial y es representativo de una gran variedad de economías: desarrolladas no productoras de materias primas energéticas (Japón, Francia, Italia, España y Corea), desarrolladas productoras (EE.UU., Alemania y Reino Unido), desarrolladas exportadoras (Canadá y Australia), emergentes productoras (China, Brasil e India) y emergentes exportadoras (Rusia y México). Además, se añaden las diferencias en la intensidad de uso y en el mix energético.

### *Factores de oferta han hecho subir de forma significativa los precios del petróleo y del carbón desde finales de verano de 2010*

El encarecimiento de las materias primas energéticas acompaña la recuperación económica mundial desde su inicio, en la primavera de 2009. En el caso del petróleo crudo, después de los máximos históricos conseguidos el verano de 2008, por encima de 140 dólares por barril, el precio se hundió a raíz de la fase más severa de la crisis internacional, hasta valores próximos a 30 dólares por barril en diciembre de 2008. En paralelo a la reactivación de la actividad económica y a la debilidad del dólar, moneda de cotización de la mayoría de materias primas, durante 2009 subió progresivamente hasta 80 dólares. En 2010 se mantuvo alrededor de este valor, con renovadas dudas sobre la solidez de la recuperación en los países desarrollados y una cierta recuperación del dólar, favorecida por la crisis fiscal en Europa. 2011 se caracteriza por nuevos aumentos significativos, de un 50% y hasta valores por encima de 120 dólares en abril el petróleo Brent, referencia para los mercados europeos, y hasta valores próximos a 110 dólares el West Texas Intermediate (WTI), vinculado a la demanda de EE.UU. Estas nuevas subidas tienen un componente más de oferta, generadas por las tensiones geopolíticas del norte de África y Próximo Oriente, área que produce un 35% del total mundial y que representa un 50% de las exportaciones y de las reservas. De momento predomina la naturaleza regional de este choque por encima de un impacto global en el mercado de petróleo, que explica, junto a la acumulación de stocks en EE.UU., el diferencial de 10-15 dólares entre el Brent y el WTI.

En relación con otras materias primas energéticas, la cotización del carbón ha evolucionado de forma muy parecida a la del petróleo crudo, si bien incluso ha experimentado variaciones más pronunciadas. Así, entre verano de 2007 y 2008 se triplicó su precio, hasta volver a los valores iniciales a principios de 2009. Después experimentó un encarecimiento del 50% hasta diciembre de este año, una estabilización durante los primeros tres trimestres de 2010 y nuevas subidas intensas, de un 55%, hasta enero de 2011, impulsadas a finales de este periodo por las fuertes inundaciones en Australia, uno de los principales productores. Una vez normalizada la situación en este mercado, los últimos meses se ha desmarcado de la evolución del precio del petróleo, hecho que refuerza la idea de los factores de oferta diferenciales, y se ha reducido ligeramente su precio.

Respecto al precio del gas natural, tomando la referencia *Henry Hub* de EE.UU., el primer productor, con un 20% de la cuota mundial, es preciso diferenciar tres periodos desde el comienzo de la crisis financiera internacional, en verano de 2007. El primero tiene lugar hasta la primavera de 2009, cuando replicó la fuerte subida inicial y la fuerte corrección posterior, que, como en el caso del petróleo crudo, llevó su cotización por debajo del valor inicial. En el segundo periodo también se registró una recuperación del precio, aunque comenzó más tarde, en

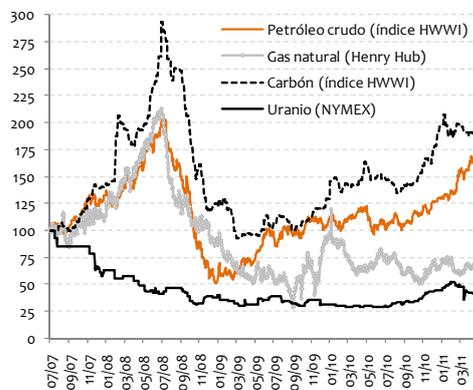
<sup>1</sup> La oferta primaria de energía es equivalente a "producción + importaciones + variación de existencias - exportaciones - combustible para navegación aérea y marítima internacional" de productos energéticos para consumo final directo o para la transformación en productos de consumo final.

agosto de 2009, y fue menos prolongada, sólo hasta enero de 2010. Finalmente, el tercer periodo se ha caracterizado por un descenso en los primeros tres trimestres de 2010 y por una estabilización posterior en valores entre el 50% y el 75% de los vigentes en verano de 2007 (ante el 175% en el caso del petróleo y del 200% en el del carbón). Esta desviación durante el último año se identifica con una situación de excedente en el mercado estadounidense, que ha compensado el aumento de la demanda por la recuperación económica. Es preciso decir que otros mercados de gas natural han tenido una evolución más próxima a la del petróleo en el tercer periodo mencionado, con nuevas subidas de precios en los últimos meses, como ha sucedido con el gas de Rusia, segundo productor mundial (18%).

Finalmente, el precio del uranio, principal materia prima en la generación de energía nuclear, mostró una tendencia negativa desde inicios de la crisis, en verano de 2007. Después de alcanzar máximos históricos, la cotización cayó un 70% hasta octubre de 2008, y se mantuvo en este nivel en 2009 y el primer semestre de 2010. La caída del consumo y la mayor producción del mineral se encuentran detrás de esta corrección. El pasado verano inició una tendencia alcista, con revalorizaciones del 50% hasta enero de este año. La catástrofe en Japón, con un grave incidente en una de las plantas nucleares, generó un movimiento a la baja, parcialmente compensado después.

### Gráfico 1

Precios de materias primas energéticas\*  
Índice 100 = 02/07/07

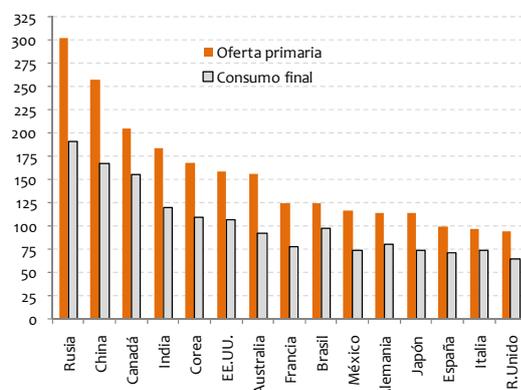


\*HWWI = Hamburgisches WeltWirtschaftsinstitut; NYMEX = New York Mercantile Exchange; el índice HWWI de petróleo crudo incluye los precios del barril de Brent, WTI y Dubai; el índice HWWI de carbón incluye las referencias de Australia y Sudáfrica

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Ecwin, AIE y el FMI.

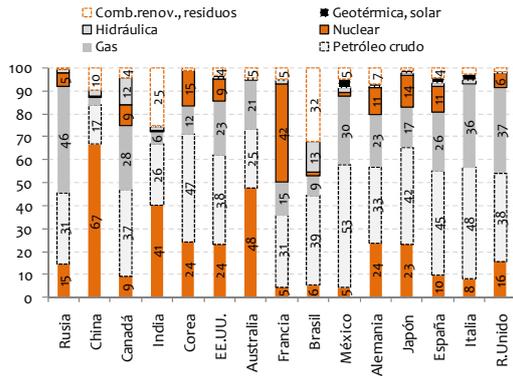
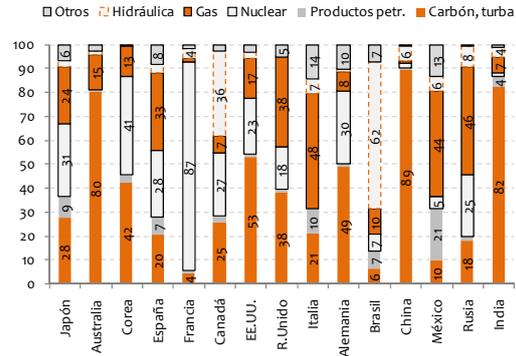
### Gráfico 2

Intensidad energética  
Tonos equivalentes de petróleo por millón de dólares



### Los países emergentes muestran en general una mayor intensidad de uso de la energía, con los mayores valores Rusia y China

La intensidad energética se puede definir como la oferta primaria o el consumo final de energía por unidad de PIB. Respecto al numerador, se utilizan los datos de balance energético por país que publica la Agencia Internacional de la Energía (AIE). En cuanto al denominador, a efectos de homogeneidad se utiliza el PIB en dólares corregido por paridad de poder adquisitivo que estima el FMI. Las cifras se corresponden con el año 2008, el último para el cual se dispone información de los balances de AIE, y están expresadas en toneladas equivalentes de petróleo por millón de dólares de PIB (toe/M\$). El rango de cifras es bastante elevado, especialmente si se calcula con la oferta primaria de energía. Así, los países con mayor intensidad energética son claramente Rusia y China, con más de 250 toe/M\$. Después hay un grupo entre 150 y 200 toe/M\$, integrado por Canadá, India, Corea, EE.UU. y Australia. Entre 100 y 125 toe/M\$ se encuentran Francia, Brasil, México, Alemania y Japón, mientras que por debajo de 100 toe/\$ aparecen España, Italia y Reino Unido. Estos resultados dependen de muchas variables, como la eficiencia de transformación y de uso de la energía, el mix energético o la distribución sectorial del consumo, en la cual tienen un papel destacado la dispersión de población y la renta per cápita, como se verá más adelante. En términos de consumo final de energía, la dispersión es menor (entre 65 toe/M\$ de Reino Unido y 191 toe/M\$ de Rusia), pero el diagnóstico es muy parecido. Las diferencias de niveles entre un criterio y otro van vinculadas a la eficiencia de transformación de materias primas en productos de consumo final (productos petrolíferos, electricidad y calefacción), que dependerá también de las materias primas utilizadas, a las pérdidas de energía y a las necesidades de energía de la misma industria energética. El descenso desde la oferta primaria al consumo final oscila entre el 21% del Brasil y el 41% de Australia, con un promedio del 32%.

**Gráfico 3**
**Oferta primaria de energía por productos  
En porcentaje sobre el total**

**Gráfico 4**
**Fuentes de generación de electricidad  
En porcentaje sobre el total**


Fuente: Elaboración propia a partir de datos de AIE.

*Los modelos energéticos son muy diferentes entre países, con las mayores divergencias en la oferta primaria en el caso de China, con un peso del carbón y turba muy elevado, en detrimento del petróleo crudo, mayoritario de media...*

Los datos generales publicados por la AIE distinguen las fuentes energéticas siguientes: 1) carbón y turba, 2) petróleo crudo, 3) productos del petróleo (como gasolinas y lubricantes), 4) gas, 5) nuclear, 6) hidráulica, 7) geotérmica y solar (incluye la eólica), 8) combustibles renovables y residuos (biogás, biomasa y residuos industriales y municipales), 9) electricidad y 10) calefacción (a partir de la combustión de fueles). En el caso de la oferta primaria se puede reducir esta lista eliminando los productos que requieren mayoritariamente un proceso de transformación, esto es, los productos del petróleo, la electricidad y la calefacción. Con el resto se calcula la distribución porcentual por países. Se puede coger como estructura de referencia la derivada de las medias por producto, que dan como resultado un 37% de petróleo crudo, un 22% de carbón y turba, un 22% de gas, un 9% de nuclear, un 7% de combustibles renovables y residuos, un 3% de hidráulica y un 1% de geotérmica y solar. El país que presenta mayores discrepancias en su mix energético, medidas como las desviaciones cuadráticas de las ponderaciones respecto a la media, es China, como resultado del mayor peso del carbón y turba (67%) en detrimento del resto de productos, pero especialmente el petróleo crudo (17%) y el gas (3%). En segundo lugar se sitúa un grupo heterogéneo formado por India, Australia, Francia y Brasil, también con determinados productos que tienen un peso muy superior a la media: el carbón y turba en los dos primeros casos (41% India y 48% Australia), los combustibles renovables y residuos en los dos emergentes (25% India y 32% Brasil), la hidráulica en Brasil (13%) y la nuclear en Francia (42%). En tercer lugar hay un grupo también diverso, pero en menor medida. Se distinguen los países con un peso de la oferta primaria de petróleo crudo significativamente por encima del promedio, como México (53%), Corea (47%), Italia (48%) y España (45%); las economías donde pasa lo mismo en el caso del gas, como Rusia (46%), Reino Unido (37%) e Italia (36%); el caso de Canadá y la energía hidráulica (12%), y, finalmente, en menor grado, el mayor peso de la energía geotérmica y solar en México (4%), en Italia (3%) y en España (2%). El último grupo es el integrado por EE.UU., Alemania y Japón, con el mix energético más parecido a la media, y que destacan para tener un ligero mayor peso en el uso del carbón y turba (23% Japón y 24% EE.UU. y Alemania) y de forma más significativa en la energía nuclear (14% Japón, 11% Alemania y 9% EE.UU.).

*...en la generación de electricidad en Francia, donde es mayoritariamente de origen nuclear, ante un mayor peso en términos medios del carbón y turba y el gas...*

La oferta primaria de energía se canaliza hacia dos finalidades principales, la transformación de materias primas en productos energéticos o el consumo final. Respecto a los procesos de transformación, los fundamentales son la utilización de petróleo crudo para la obtención en las refinerías de productos petrolíferos y la conversión de diferentes recursos energéticos (sobre todo carbón y turba, gas y energía nuclear) en electricidad<sup>2</sup>. Estas dos transformaciones dan como resultado un promedio del 65% del consumo final de energía, un 45% correspondiente a los productos petrolíferos y un 20% a la electricidad. Respecto a la generación de electricidad, la utilización de materias

<sup>2</sup> Otros procesos de transformación son los que se producen en plantas combinadas de generación de calefacción y de electricidad, en plantas de generación de calefacción, en la conversión de carbón y productos petrolíferos en gas y en la licuefacción de gas para la obtención de petróleo crudo.

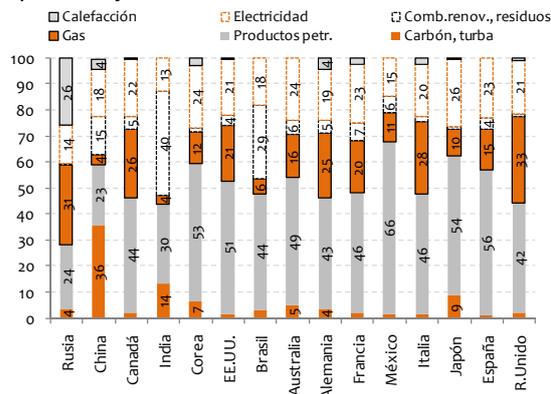
es muy diversa. La estructura de referencia, la derivada del promedio de los 15 países de la muestra, es la siguiente: 38% carbón y turba, 22% nuclear, 21% gas, 10% hidráulica, 5% productos petrolíferos, 2% combustibles renovables y residuos, 2% geotérmica y solar y menos del 1% petróleo crudo. Tomando el mismo criterio de divergencia que antes, el país más diferente en su mix de generación eléctrica es Francia, con un 87% de origen nuclear, en detrimento sobre todo del carbón y turba (4%) y el gas (2%). Un grado parecido de concentración en una fuente se registra también en el caso del carbón y turba en China (89%), India (82%) y Australia (80%), mientras que, en menor proporción, pasa lo mismo con la energía hidráulica en Brasil (62%), país que también presenta un mayor porcentaje de combustibles renovables y residuos (7%). En el caso de México, la divergencia con el promedio se reparte entre tres fuentes, el gas (44%), los productos petrolíferos (21%) y la geotérmica y solar (11%). También se registran diferencias significativas en el caso de la energía nuclear en Corea (41%), Alemania (30%), España (28%), Canadá (27%) y Rusia (25%), el gas en Italia (48%), Rusia (46%) y España (33%), la hidráulica en Canadá (36%) y el carbón y turba en Alemania (49%). Finalmente, como sucedía con la oferta primaria, las menores divergencias con el promedio se observan en EE.UU. y Japón, grupo al que se añade Reino Unido, y destacan el carbón y turba en EE.UU. (53%), el gas en Reino Unido (38%) y la nuclear (31%) y el gas (24%) en Japón.

*...y en el consumo final en los tres principales países emergentes, por el mayor peso del carbón y turba en China, los combustibles renovables y residuos en la India y el gas y la calefacción en Rusia, mientras en el resto destaca la mayor demanda de productos petrolíferos y de electricidad*

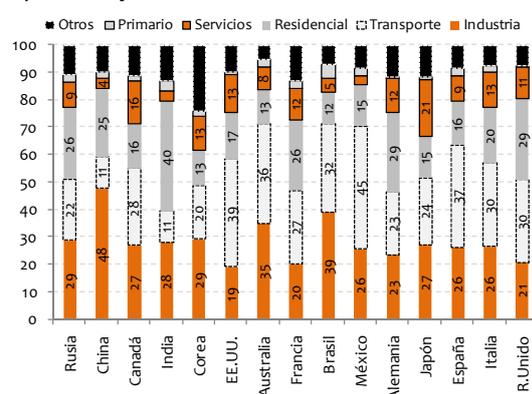
Una vez se han hecho los procesos de transformación energética, y descontadas las pérdidas y el consumo de la misma industria energética, el resultado es la energía para consumo final. Como se comentaba anteriormente, por producto, el mayor peso corresponde de media a los petrolíferos (45%) y a la electricidad (20%), seguidos del gas (18%), carbón y turba (6%) y calefacción (3%), mientras que el petróleo crudo y la geotérmica y solar muestran valores por debajo del 1%. En este caso, los tres principales países emergentes son los que muestran las mayores divergencias con el promedio, con un mayor peso del carbón y turba en China (36%) e India (14%), de combustibles renovables y residuos en India (40%) y China (15%) y de gas (31%) y de calefacción (26%) en Rusia. Después se sitúan los dos emergentes latinoamericanos, con un peso más elevado de combustibles renovables y residuos Brasil (29%) y de los productos petrolíferos México (66%). Dentro de los países desarrollados con mayores divergencias respecto a la media, presentan un mayor peso de consumo final de gas Reino Unido (33%), Italia (28%) y Canadá (26%), de productos petrolíferos España (56%), Japón (54%) y Corea (53%), de carbón y turba Japón (9%) y de electricidad Japón (26%), Corea (24%) y España (23%), aunque la variabilidad del peso de este último producto es mucho menor que en el resto. Finalmente, EE.UU., Australia, Alemania y Francia presentan la estructura de consumo final más parecida a la media, destacándose el mayor peso de los productos petrolíferos en EE.UU. (51%) y en Australia (49%), de electricidad en Australia (24%) y de gas en Alemania (25%) y EE.UU. (21%).

**Gráfico 5**

Consumo final de energía por producto  
En porcentaje sobre el total


**Gráfico 6**

Consumo final de energía por sector usuario  
En porcentaje sobre el total

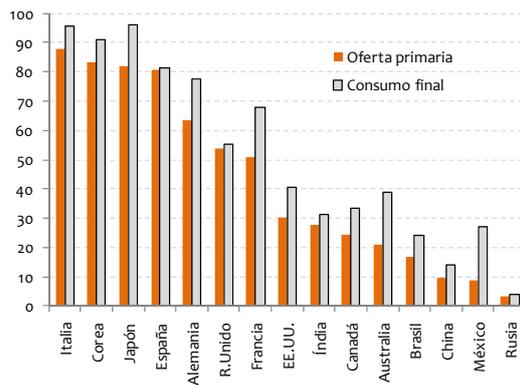


Fuente: Elaboración propia a partir de datos de AIE.

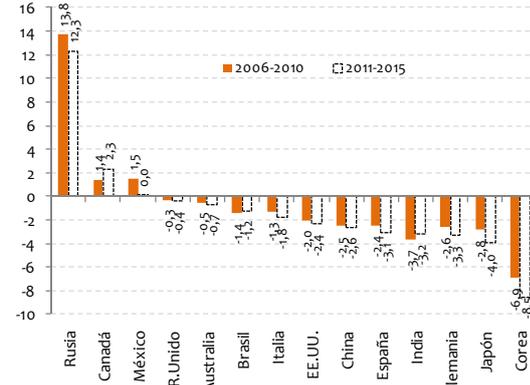
*La estructura sectorial del consumo energético depende fundamentalmente de la dispersión de la población, que aumenta la demanda para transporte, y del nivel de renta per cápita, correlacionado positivamente con el consumo de los servicios en detrimento de la industria, el sector residencial y el sector primario*

Las divergencias en el consumo final de energía se pueden analizar también bajo el punto de vista del sector usuario. La AIE distingue entre el transporte (navegación aérea y marítima doméstica, tráfico por carretera y ferroviario, transporte por tuberías), la industria, el sector residencial (familias), los servicios, el sector primario, consumidores no especificados y productos con utilización no energética (por ejemplo utilizados en la industria química). Es preciso decir que la dispersión en esta variable es la menor de las analizadas hasta ahora (estructura por productos de la oferta primaria, de la generación de electricidad y del consumo final de energía). Los valores medios de los 15 países son: industria un 28%, transporte un 28%, residencial un 21%, no especificado y utilización no energética un 11%, servicios un 10% y sector primario un 2%. Los países más diferentes según el mismo criterio que antes son China, con un mayor peso de la industria (48%) en detrimento del transporte (11%), e India, con una mayor ponderación del sector residencial (40%), también compensado por el transporte (11%). Ambas economías tienen un menor peso de los servicios como consumidor final de energía (China un 4% e India un 3%), mientras que India muestra una mayor ponderación en el sector primario (4%). A continuación se sitúa un grupo heterogéneo, formado por Corea, con un mayor peso de la demanda con finalidad no energética (24%) y menor del transporte (20%) y del sector residencial (13%); Brasil, con un mayor peso de la industria (39%), el transporte (32%) y el primario (5%) en detrimento del residencial (12%) y los servicios (5%), y México, donde el transporte pesa mucho más que el promedio (45%), elemento compensado por el resto de sectores. Al margen de Corea, otras economías avanzadas presentan divergencias significativas, en el caso del transporte EE.UU. (39%), España (37%) y Australia (36%), del sector residencial Reino Unido (29%), Alemania (29%) y Francia (26%), de los servicios Japón (21%) y de la industria Australia (35%). Excepto este último caso, estas ponderaciones más elevadas se corresponden con un menor peso de la industria y, según el país, del transporte (Alemania fundamentalmente) o del sector residencial (principalmente Australia, Japón y España). Finalmente, los países con menores discrepancias con el promedio son Rusia, Canadá e Italia, entre los cuales destaca el mayor peso del sector residencial en Rusia (26%) en detrimento del transporte (22%) y de los servicios en Canadá (16%) en detrimento del residencial (16%). Respecto a los factores que determinan estas divergencias, hay correlaciones elevadas negativas entre la dispersión de la población y el peso del transporte, y también entre la renta per cápita y el peso de la industria, del sector primario y del residencial, y en sentido positivo entre la renta per cápita y la ponderación de los servicios.

**Gráfico 7**  
Importaciones totales de productos energéticos  
En porcentaje sobre el total



**Gráfico 8**  
Balanza comercial de petróleo  
Media anual en porcentaje del PIB



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de AIE y de previsiones del FMI (abril 2011).

*Las economías avanzadas presentan un grado muy elevado de dependencia energética del exterior, superior al 80% en los casos de Italia, Corea, Japón y España*

El último aspecto de análisis es el contenido importado en el consumo primario y final de energía. Para ello, en el segundo caso, con el objeto de determinar las importaciones energéticas indirectas se consideran los procesos de transformación mencionados, principalmente en las refinerías y en la generación de electricidad. Bajo el punto de vista de la oferta primaria, excluyendo los productos de estas transformaciones (petrolíferos, electricidad y calefacción), las economías más dependientes de las importaciones energéticas son Italia, Corea,

Japón y España, con más de un 80%. A continuación, con más del 60% se encuentran Alemania y ligeramente por encima del 50% Reino Unido y Francia. Entre el 15% y el 30% están EE.UU., India, Canadá, Australia y Brasil, y por debajo del 10% China, México y Rusia. En términos de consumo final, todos los países presentan porcentajes de importación superiores a los de la oferta primaria, fenómeno explicado porque la energía que se pierde en las refinerías al transformar petróleo crudo, con un porcentaje significativo de importación, es marginal en comparación con la que se produce en la generación de electricidad, a partir de otros productos que tienen un menor contenido importado. Además, en el consumo final se incorporan los productos petrolíferos, con una balanza exterior negativa en la mayoría de los casos. Por países, los cambios son de magnitud muy diferente, menos de 5 puntos porcentuales China, India, Reino Unido, España y Rusia, entre 5 y 10 puntos Brasil, Italia, Corea y Canadá y más de 10 puntos México, Australia, Francia, Japón, Alemania y EE.UU.

### Conclusiones

El encarecimiento de las materias primas energéticas supone un riesgo importante en la recuperación económica mundial. Dada su mayor intensidad de uso, tendrá más impacto en los principales países emergentes (sobre todo China y Rusia), en la primera economía del mundo (EE.UU.), así como en otras avanzadas (Corea, Australia y, sobre todo, Canadá). El impacto también será negativo en el resto, pero de forma más moderada, con niveles parecidos de intensidad de uso energético en los países europeos, Japón y México. Habrá diferencias también derivadas de la condición de consumidor, productor y exportador de los países, que determinarán si la renta transferida a los productores se retendrá en mayor medida en la economía doméstica o se irá al exterior. Los países europeos y los asiáticos desarrollados (Japón y Corea) presentan la mayor dependencia de importaciones, con los valores más reducidos en Francia, Reino Unido y Alemania por el mayor peso de la energía nuclear en el primer caso y la condición de productor de petróleo en el segundo y de carbón y turba en el tercero. Esta condición de productor de materias primas energéticas reducirá considerablemente el impacto de su encarecimiento en los países emergentes, especialmente en Rusia y China, donde se transformará en una fuerte transferencia de recursos al sector energético doméstico del resto de actividades (y del exterior en el primer caso).

Las previsiones del FMI asumen precios de las materias primas energéticas al menos en los niveles actuales<sup>3</sup>, con un impacto negativo sobre el crecimiento mundial y diferenciado sobre la balanza comercial de los diferentes países, reforzando los desequilibrios actuales. En relación con los efectos sectoriales, el menor desarrollo de los emergentes condiciona un mayor consumo energético en la industria (sobre todo en China y Brasil) y el sector residencial (especialmente en el caso de India), mientras que en los avanzados es superior la proporción destinada a los servicios (Japón presenta el mayor porcentaje). En el caso del transporte, su peso está vinculado positivamente a la dispersión de población, con el mayor impacto, entre otros países, en EE.UU. y España.

A medio plazo, los mecanismos para suavizar las consecuencias negativas del encarecimiento de la energía pasan por la mejora de la eficiencia energética y la sustitución de combustibles fósiles (carbón, petróleo y gas) por fuentes renovables, mientras que el futuro de la energía nuclear es incierto después de la catástrofe en Japón, como se ha mostrado en la discusión política posterior en Europa. Estos cambios reducirán la sensibilidad de la actividad económica mundial a las fluctuaciones de los precios, aumentarán la eficiencia de uso de la energía, tanto en emergentes como avanzados, y rebajarán la dependencia energética exterior de los países desarrollados. El mayor desarrollo de las economías emergentes estará asociado a mejoras tecnológicas que aumenten su eficiencia de uso, al tiempo que se reduce el peso de la industria en favor de los servicios, reduciendo la presión sobre el consumo energético, pero, en paralelo, la mayor capacidad adquisitiva y el desarrollo de infraestructuras, aumentarán la demanda relativa y absoluta de energía para el transporte. En este sentido, experiencias de algunos países son relevantes. Es el caso de Brasil y Canadá en la utilización de la energía hidráulica en la generación de electricidad (62% y del 36% del total, respectivamente) o el del mismo Brasil e India en la transformación en energía de combustibles renovables y residuos (29% y 40% del consumo final, respectivamente).

<sup>3</sup>Sobre tendencias a medio y largo plazo al mercado de petróleo ver el capítulo 3 del *World Economic Outlook* del FMI de abril del 2011, "Oil scarcity, growth, and global imbalances", a [www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2011/01/pdf/c3.pdf](http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2011/01/pdf/c3.pdf)



**Principales indicadores de coyuntura económica. Economía internacional**

Producto Interior Bruto (PIB) Variación interanual real en %	Media anual		Últimos datos trimestrales					
			12/2009	03/2010	06/2010	09/2010	12/2010	03/2011
EE.UU	2010	2,9	0,2	2,4	3,0	3,2	2,8	2,3
Japón	2010	4,0	-1,5	5,6	3,2	4,9	2,2	-
Reino Unido	2010	1,3	-2,9	-0,4	1,5	2,5	1,5	1,8
Área del euro	2010	1,7	-2,1	0,8	2,0	2,0	2,0	-
Alemania	2010	3,5	-1,3	2,3	4,3	3,9	4,0	-
Francia	2010	1,5	-0,4	1,3	1,7	1,7	1,5	-
Indicadores mensuales. Área del euro Variación interanual real en %	Media anual		Últimos datos mensuales					
			11/2010	12/2010	01/2011	02/2011	03/2011	04/2011
Índice de Producción Industrial (IPI)*	2010	7,5	8,2	8,9	6,3	7,5	-	-
Índice de Precios al Consumo (IPC)	2010	1,6	1,9	2,2	2,4	2,5	2,6	2,8 (a)
Tasa de paro**	2010	10,1	10,1	10,0	10,0	9,9	9,9	-

**Principales indicadores de coyuntura económica. Tipos de interés**

Indicador En %	Final del periodo		Cotización (final de periodo)					
			11/2010	12/2010	01/2011	02/2011	03/2011	29/04/2011
Tipo BCE	2010	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,25
Euribor 3 meses	2010	0,94	1,05	0,94	1,02	1,05	1,18	1,35
Euribor 12 meses	2010	1,47	1,54	1,47	1,57	1,70	1,95	2,10
Deuda alemana 10 años	2010	2,96	2,53	2,96	3,16	3,16	3,35	3,24
Tipo FED	2010	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
Deuda EE.UU. 10 años	2010	3,29	2,60	3,29	3,37	3,42	3,47	3,29
Tipo Banco de Inglaterra	2010	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
Tipo Banco de Japón	2010	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10

**Principales indicadores de coyuntura económica. Economía española y catalana**

Indicadores trimestrales Variación interanual en %	Media anual		Últimos datos					
			12/2009	03/2010	06/2010	09/2010	12/2010	03/2011
PIB real España	2010	-0,1	-3,0	-1,4	0,0	0,2	0,6	-
PIB real Cataluña	2010	0,1	-2,7	-1,5	0,2	0,5	1,2	-
Tasa de paro España**	2010	20,1	18,8	20,1	20,1	19,8	20,3	21,3
Tasa de paro Cataluña**	2010	17,8	17,0	17,9	17,7	17,4	18,0	19,0
Ocupación España	2010	-2,3	-6,1	-3,6	-2,5	-1,7	-1,3	-1,3
Ocupación Cataluña	2010	-1,6	-7,7	-4,1	-1,5	-0,7	-0,1	0,0
Transacciones inmobiliarias España	2010	5,9	4,9	2,3	27,7	-25,1	14,2	-
Transacciones inmobiliarias Cataluña	2010	15,9	26,2	11,5	43,7	-22,2	24,2	-
Indicadores mensuales Variación interanual en %	Media anual		Últimos datos					
			11/2010	12/2010	01/2011	02/2011	03/2011	04/2011
IPI España *	2010	0,8	-0,6	2,3	-0,1	2,7	3,3	-
IPI Cataluña *	2010	4,5	-0,4	6,6	3,3	6,6	1,3	-
IPC España	2010	1,8	2,3	3,0	3,3	3,6	3,6	3,8 (a)
IPC Cataluña	2010	2,0	2,5	3,0	3,3	3,6	3,5	-
Pernoctaciones hoteleras España	2010	6,7	7,2	6,3	7,7	8,5	7,7	-
Pernoctaciones hoteleras Cataluña	2010	11,6	14,6	10,9	3,1	3,0	4,5	-
Índice de comercio al por menor España***	2010	-1,6	-2,9	-1,0	-4,5	-4,7	-4,8	-
Índice de comercio al por menor Cataluña***	2010	0,8	1,5	-3,2	-5,0	-4,9	-7,4	-

\*Corregido de efectos de calendario. \*\*En % de la población activa. \*\*\*Precios constantes. (a) Indicador avanzado.

Fuente: Ecowin

