

Informe Mensual



LA REFORMA DEL SISTEMA FINANCIERO

Rescate garantizado: una percepción peligrosa para el sistema Pág. 18

La percepción de ser demasiado importante para caer genera riesgos complejos de mitigar

Prociclicidad de la nueva regulación: ¿Dormiremos más tranquilos con los nuevos colchones? Pág. 32

Colchones de capital y provisiones anticíclicas, a examen

La regulación del mercado de CDS: buscando el equilibrio entre estabilidad y eficiencia Pág. 43

Cómo va a cambiar el mercado de uno de los más importantes derivados financieros

Estresando a la banca en tiempos de estrés Pág. 68

Los tests de estrés al sector bancario ayudarán a determinar su salud, pero deben ser leídos con cautela

Previsiones

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

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

Índice

1 Editorial

2 Resumen ejecutivo

6 Coyuntura internacional

6 Estados Unidos

10 Japón

12 China

13 Brasil

15 México

17 Materias primas

18 *Rescate garantizado: una percepción peligrosa para el sistema*

21 Unión Europea

21 Zona del euro

24 Alemania

26 Francia

27 Italia

28 Reino Unido

30 Europa emergente

32 *Prociclicidad de la nueva regulación: ¿Dormiremos más tranquilos con los nuevos colchones?*

35 Mercados financieros

35 Mercados monetarios
y de capital

43 *La regulación del mercado de CDS: buscando el equilibrio entre estabilidad y eficiencia*

47 Coyuntura española

47 Actividad económica

51 Mercado de trabajo

55 Precios

59 Sector exterior

62 Sector público

65 Ahorro y financiación

68 *Estresando a la banca en tiempos de estrés*

La reforma del sistema financiero

La crisis global que se desató a partir de 2007 puso de manifiesto el riesgo excesivo acumulado por el conjunto del sistema financiero. En los años previos, la expansión económica fue excepcionalmente vigorosa y además se desarrolló en un entorno de baja inflación, muy bajos tipos de interés y amplia liquidez. Este cóctel explica que la expansión del sistema financiero fuera más pronunciada que en un ciclo expansivo normal y también que el grado de apalancamiento fuera más allá de lo razonable, sin que los mecanismos regulatorios alertaran de la excesiva asunción de riesgos.

¿Puede una regulación adecuada anticipar y prevenir los desequilibrios del sistema financiero? Probablemente no, por la dificultad de anticipar todos los comportamientos, desarrollos e innovaciones posibles. Tampoco sería deseable, ya que una regulación rígida y estrecha restaría fluidez al crédito e impediría que el sector ejerciera su papel de intermediación. Pero sí es posible aprender de la experiencia de la crisis y tratar de reparar los mecanismos actuales de cara a detectar con la adecuada anticipación la excesiva toma de riesgos del sistema financiero.

En este Informe presentamos varios artículos que examinan algunos aspectos del actual proceso de reforma del sistema financiero. Así, se exploran las propuestas dirigidas a evitar que las entidades que se saben «demasiado grandes para caer», puesto que su quiebra provocaría un gran colapso económico, tomen riesgos excesivos. Para estas instituciones «sistémicamente importantes» las propuestas regulatorias tratan de incrementar los requerimientos de capital y liquidez por encima de los recientemente fijados por Basilea III, introducir impuestos y tasas que reflejen el coste social del riesgo sistémico existente, tasar las rentas «excesivas» en el sector financiero o establecer mecanismos de intervención de entidades que agilicen un eventual rescate.

Otro foco de interés reside en las propuestas destinadas a compensar o eliminar la prociclicidad del sistema financiero, es decir, el hecho de que éste no amortigua los ciclos económicos sino que, por el contrario, los acentúa. Basilea III introduce dos elementos clave para amortiguar el efecto procíclico: los «colchones» de capital y el cálculo de las provisiones crediticias según la pérdida esperada. El objetivo es que las entidades constituyan reservas o provisiones en épocas de bonanza económica que puedan consumir en momentos de recesión.

Las carencias del sistema de supervisión del sistema financiero se ponen de manifiesto en las coyunturas adversas, de manera que, para curarse en salud, una iniciativa ha sido someter a las entidades a los llamados test de estrés, o pruebas de resistencia. El ejercicio consiste en definir un escenario muy negativo y calcular el efecto del mismo sobre las entidades bancarias. Estados Unidos fue pionero en llevarlos a cabo y las pruebas contribuyeron a recuperar la confianza de los inversores. En Europa se hizo lo mismo el año pasado, pero a pesar del buen efecto inicial, la incapacidad de predecir el colapso del sistema financiero irlandés mermó seriamente su credibilidad. En estos meses se procede a una segunda ronda de test, revisando la metodología de 2010.

Por último, el Informe se refiere a los derivados, por su importante papel en la crisis, y en particular a los derivados de crédito, planteándose diversas medidas para evitar su potencial capacidad desestabilizadora. No se acaban aquí las reformas, ya que muchas otras cuestiones están bajo revisión, como el papel de las agencias de calificación o la articulación de la supervisión macroprudencial. Cabe desear el acierto de las reformas y que las mismas, a la vez, no obstaculicen la fluidez del crédito por el bien de la intensidad y la firmeza de la recuperación de las economías.

RESUMEN EJECUTIVO

La catástrofe de Japón y la guerra en el norte de África, invitados inesperados en la recuperación de las economías.

Japón conseguirá superar el drama en relativamente poco tiempo, dada su probada capacidad de recuperación ante la adversidad.

La entrada en juego de fuerzas internacionales en el conflicto de Libia no contribuye a relajar el precio del barril de petróleo.

La confianza en la recuperación se mantiene, pese a todo

El año 2011 está resultando ser cualquier cosa menos aburrido en términos de coyuntura económica. Empezó con buenas perspectivas de recuperación, gracias al tirón de los emergentes y a la salida de la crisis de las economías avanzadas. Preocupaban la rápida subida de las materias primas en la última parte de 2010 y la persistencia de los problemas en la deuda soberana europea. En el primer trimestre de 2011, los indicadores de actividad han confirmado los buenos augurios. Pero el encarecimiento de las materias primas se ha complicado por el conflicto de los países del norte de África, la tormenta de la deuda soberana europea no acaba de escampar y la catástrofe que asoló Japón a mediados de marzo plantea interrogantes sobre sus efectos sobre la recuperación mundial.

No creemos que el terremoto y el posterior *tsunami* que afectaron el norte de Japón vayan a alterar el curso de la economía mundial, por más que la nipona constituya la tercera potencia del globo, tras Estados Unidos y China. Vista la experiencia de anteriores desastres naturales (especialmente el terremoto de Kobe en 1995) y suponiendo que la afectación de la planta nuclear de Fukushima se estabilice pronto, cabe concluir que Japón conseguirá superar el drama en relativamente poco tiempo, dada la probada capacidad de recuperación del país ante la adversidad. Hemos reducido la previsión de crecimiento para 2011 del 1,3% al 0,7%, pero elevamos la previsión para 2012. Téngase en cuenta que el producto interior bruto (PIB) mide los bienes y servicios producidos en un periodo deter-

minado, de manera que no es una medida de riqueza o de capital físico. Las primeras estimaciones apuntan a una pérdida de capital equivalente a por lo menos el 4%, pero la necesidad de recomponer estas pérdidas será precisamente lo que va a impulsar el PIB en los próximos trimestres.

Los costes de reconstrucción supondrán una pesada carga para las arcas públicas niponas, que ostentan ya el récord de ser las más endeudadas. El año pasado la deuda del sector público superaba el 200% del PIB, un panorama preocupante si no fuera porque la mayor parte de la deuda la detentan inversores internos y su financiación no plantea los interrogantes de otros países. Por su parte, el Banco de Japón ha reaccionado rápidamente inyectando un enorme volumen de liquidez al sistema monetario y financiero. Al mismo tiempo, ha intervenido en el mercado de cambios para contener la tendencia a la apreciación del yen, impulsada por la repatriación de capitales. En esta tarea ha recibido el apoyo extraordinario de los bancos centrales de los países miembros del G-7, que acordaron llevar a cabo una intervención conjunta en el mercado de divisas, la primera en diez años.

El balance de riesgos del ejercicio 2011 se ha visto agravado por la escalada del conflicto libio, al entrar en juego fuerzas internacionales en una guerra de consecuencias inciertas. Aunque la producción de Libia es relativamente pequeña y la Organización de Países Exportadores de Petróleo ha decidido sostener la oferta, lo cierto es que el precio del barril de crudo se ha mantenido elevado. Los interrogantes abiertos por el accidente nuclear de Fukushima tampoco contribuyen a serenar el ánimo de los mer-

cados. Ya empieza a darse por descontado que este año el precio promedio del barril se situará por encima de los 100 dólares (80 dólares en 2010) y ello significa menor crecimiento de las economías importadoras por el trasvase de renta a que obliga.

El encarecimiento del petróleo es ahora mismo el mayor riesgo para el crecimiento. En Estados Unidos, de todas formas, no creemos que la economía se vaya a desviar de la previsión de crecimiento del 3% que esperamos en 2011. El consumo de las familias consolida su recuperación y los precios se mantienen bajo control (inflación subyacente del 1,1% en febrero). Además, la confianza sigue predominando en el sentimiento empresarial. Este optimismo empieza a percibirse en los planes de nuevas contrataciones. Siguiendo este patrón, el mercado laboral mostró signos de mejora en febrero, con 192.000 empleos creados y una tasa de paro que volvió a descender ligeramente, hasta el 8,9%, un registro que no se daba desde abril de 2009.

En China se constata que tanto la producción industrial como la inversión siguen mostrando una marcada vitalidad. Además, la inflación se mantiene por encima del objetivo oficial del 4%, de manera que el banco central ha decidido subir el coeficiente de caja, por tercera vez en lo que va de año, situándolo en el 20% para las mayores entidades. Por su parte, la economía brasileña saldó el cómputo total de 2010 con un espectacular crecimiento del 7,6%. El registro del cuarto trimestre también batió expectativas con un avance interanual del 5,0%. De este modo, se reafirma la solidez de la recuperación brasileña, cuya única sombra emana de las crecientes tensiones inflacionistas que podrían quitarle brillo de cara a 2011.

En la eurozona, los desarrollos de estos primeros meses de 2011 nos obligan a revisar nuestras previsiones de crecimiento del PIB, que reducimos una décima hasta el

1,5% para el conjunto del año. Al mismo tiempo, aumentamos nuestra previsión de inflación del 2,1% al 2,3%. En ningún caso supone un cambio de escenario, pero sí un reconocimiento que la escalada de las materias primas y el riesgo de unos tipos de interés algo más altos puede provocar una menor actividad económica. Respecto a los tipos de interés, el presidente del Banco Central Europeo sorprendió a los mercados en la rueda de prensa posterior a la reunión del Consejo de Gobierno del 3 de marzo, al apuntar a próximas subidas de los tipos de interés de referencia. La principal razón es mantener las expectativas de inflación a medio y largo plazo firmemente ancladas, en un momento en que el índice de precios de consumo armonizado de la zona del euro supera claramente la frontera del 2%. Estas declaraciones han provocado un cambio radical en las previsiones de los inversores, que ahora están anticipando que el banco central dará inicio a las subidas durante esta primavera.

No es precisamente una subida de tipos de interés lo que más conviene en estos momentos a las economías europeas más rezagadas. Tampoco contribuye a calmar las turbulencias vinculadas a la crisis de la deuda soberana de la periferia europea. Una crisis que se encuentra en una fase clave para su resolución. En concreto, el Consejo Europeo de 24 y 25 de marzo dio luz verde a un paquete de medidas para garantizar la estabilidad financiera de la eurozona, entre las que se encuentra el Mecanismo Europeo de Estabilidad, un fondo permanente que en 2013 sustituirá al fondo de rescate actual para apoyar a países de la eurozona en graves dificultades económicas. También se aprobó el Pacto por el Euro Plus, que pretende intensificar la coordinación económica con el objetivo de mejorar la competitividad.

Las decisiones comunitarias, junto con la aplicación de un extenso programa de reformas, han permitido que la prima de ries-

En Estados Unidos, el crecimiento parece asegurado, mientras que la vitalidad de los países emergentes presiona sobre la inflación.

En la eurozona, el BCE anuncia una próxima subida de tipos de interés...

...mientras el Consejo Europeo se esfuerza en adoptar medidas que contribuyan a contener la crisis de la deuda periférica.

La prima de riesgo de la deuda pública española se sitúa por debajo de los 200 puntos básicos.

go de la deuda española se haya relajado en las últimas semanas. Así, el coste de financiación de los bonos a 10 años respecto a los alemanes se ha reducido gradualmente durante el mes de marzo, situándose por debajo de los 200 puntos básicos a finales del mes, 15 puntos por debajo de su media de febrero. En este contexto, el Tesoro ha colocado nuevas emisiones de deuda en el mercado a tipos de interés menores que los pagados a finales del año pasado. Con estas emisiones se ha conseguido cubrir prácticamente la totalidad de los vencimientos hasta julio. La mayor confianza de los mercados respecto a la deuda española contrasta con el aumento de los diferenciales del resto de países periféricos y con la delicada situación de Portugal, al borde del rescate.

El aumento de los precios, el retroceso de los puestos de trabajo y la subida de tipos de interés, obstáculos para la mejora del gasto interno.

La mejora de la valoración de España por parte de los mercados financieros se deriva del cumplimiento de los objetivos de déficit público y de las reformas estructurales emprendidas (contratación laboral, pensiones, negociación colectiva, sistema financiero). En la cumbre de Bruselas, el presidente del Gobierno español anunció, además, la reforma de la ley de Estabilidad Presupuestaria con el objetivo de vincular el aumento del gasto público al del conjunto de la economía. Se trata de mejorar la sostenibilidad de las finanzas públicas, en línea con los requerimientos de la nueva estrategia europea de competitividad.

Mientras, la recuperación sigue avanzando, pero a un ritmo muy moderado. El gasto de consumo privado muestra una cierta debilidad, pese a que el índice de confianza recogía una mejora en febrero. El aumento de los precios, la destrucción de empleo que todavía se registra y la paulatina subida de los tipos de interés de referencia de los créditos hipotecarios no favorecen la estabilización de los presupuestos de los hogares. Tampoco el gasto público va a contribuir a aumentar el crecimiento, vista la exigencia de austeridad en las partidas más importantes del mismo, como sanidad o educación.

Modestas previsiones de crecimiento en 2011 pese a la mayor aportación del sector exterior.

Por lo que respecta a la inversión, destaca el buen comportamiento de la producción de bienes de equipo en el mes de enero, que subió significativamente, colocando la tasa de crecimiento interanual en el 4,6%. En cuanto a la inversión en construcción, los indicadores continúan siendo desfavorables. La mayoría de ellos intensificó su caída, como la confianza de los empresarios de la construcción y los visados para obra nueva, si bien la demanda de cemento presentó señales de cambio de tendencia.

Si la demanda interna no acaba de levantar cabeza, el sector exterior sigue dando alegrías remarcables. La exportación de bienes sigue progresando a buen ritmo y según los datos acumulados de doce meses hasta enero, el saldo comercial con la zona del euro fue prácticamente nulo, algo que no sucedía desde la creación del Mercado Único. En cuanto a la exportación de servicios, la evolución sigue siendo también muy positiva, gracias al turismo exterior, que en parte se está beneficiando de la inestabilidad de los destinos del norte de África.

En definitiva, los mayores precios del petróleo y el aumento de los tipos de interés obligan a revisar las previsiones de crecimiento e inflación para 2011. Las mayores dificultades para la recuperación de la demanda interna llevan a reducir el crecimiento esperado del 0,7% al 0,5%. Parte del lastre del petróleo se verá compensado por una mayor aportación del turismo debido a la pérdida de atractivo del norte de África, de manera que el grueso del crecimiento provendrá de la demanda externa. También esperamos una mayor tasa de inflación, situándola en el 2,9% en promedio de 2011, frente al 1,8% registrado en 2010. En este contexto, el desempleo se mantendrá todavía en niveles elevados, pero los objetivos de reducción del déficit se consideran alcanzables, en un contexto de desapalancamiento del sector privado.

29 de marzo de 2011

CRONOLOGÍA

2010

- abril**
- 7 El Gobierno presenta el **Plan extraordinario de Infraestructuras** que movilizará 17.000 millones de euros en los próximos dos años.
 - 9 El Gobierno aprueba un **nuevo paquete de medidas para impulsar la actividad económica**.
 - 10 Los ministros de finanzas de la eurozona anuncian las **condiciones de la ayuda a Grecia**.
- mayo**
- 2 Los países de la zona euro aprueban la **ayuda financiera a Grecia**, que ascenderá a 110.000 millones de euros.
 - 10 La Unión Europea adopta un **Mecanismo Europeo de Estabilización** dotado con 750.000 millones de euros, con participación del Fondo Monetario Internacional.
 - 20 El Gobierno aprueba un Decreto-ley por el que se adoptan **medidas extraordinarias para adelantar la reducción prevista del déficit público**.
- junio**
- 17 El Consejo Europeo decide publicar los **tests de estrés** de los principales bancos europeos, la aplicación de un **nuevo impuesto a los bancos** y la mejora de las **normas de disciplina presupuestaria y macroeconómica**.
 - 22 El Congreso de los Diputados **convalida el Decreto-ley de medidas urgentes para la reforma del mercado de trabajo** propuesto por el Gobierno.
 - 26 Un año después de la creación del FROB, el Banco de España considera prácticamente concluido el proceso de **reestructuración de las cajas de ahorros** en España.
 - 27 El **G-20** decide reducir a la mitad los déficits de las economías avanzadas en 2013.
- julio**
- 1 **Aumenta el tipo de gravamen del IVA** general, del 16% al 18%, y del reducido, del 7% al 8%.
 - 9 El Gobierno aprueba la **reforma de la Ley de Órganos Rectores de las Cajas de Ahorros**.
 - 22 El Ministerio de Fomento concreta el **recorte de la inversión en obra pública**.
 - 23 El Comité de Supervisores Bancarios Europeos publica los resultados de las **pruebas de resistencia** de los bancos europeos.
- septiembre**
- 9 El Congreso de los Diputados aprueba la **reforma laboral**.
 - 24 El Gobierno aprueba el proyecto de **Presupuestos Generales del Estado para 2011**, que suponen un intenso ajuste destinado a reducir el déficit público.
 - 29 Jornada de **huelga general**, convocada en contra de la reforma laboral.
- octubre**
- 20 Amplia remodelación del **Gobierno de España**.
- noviembre**
- 19 El Gobierno establece un **calendario legislativo** que incluye la **reforma de las pensiones y de la negociación colectiva**.
 - 24 **Irlanda** presenta un **plan de ajuste** con severas medidas de recorte del déficit público a fin de recibir las **ayudas financieras** de la UE y del FMI.
- diciembre**
- 3 El Gobierno aprueba un paquete de **medidas de política económica** que incluye, entre otras, la privatización parcial de las Loterías y Apuestas del Estado y de la sociedad estatal AENA, así como el aumento de la fiscalidad sobre el tabaco.
 - 16 El Consejo Europeo acuerda la creación de un **Mecanismo de Estabilidad Financiera** en 2013, que sustituirá al actual fondo de rescate, y la ampliación del capital del Banco Central Europeo.

2011

- enero**
- 1 Nueva ampliación de la **zona del euro**, con la entrada de Estonia, hasta diecisiete estados miembros.
 - 14 Caída del régimen de Ben Ali en Túnez, primer eslabón de una cadena de **cambios políticos** en el Norte de África y Oriente Medio, con repercusiones en el precio del petróleo.
- febrero**
- 2 Firma del **Acuerdo Social y Económico** por parte del Gobierno, sindicatos y patronal, incluyendo la reforma de las pensiones.
 - 18 El Gobierno aprueba un Decreto-ley que refuerza la solvencia de las **entidades de crédito**.
- marzo**
- 25 Se aprueba el **Pacto por el Euro Plus** y se ponen las bases para el establecimiento del **Mecanismo Europeo de Estabilidad** en el Consejo Europeo.

AGENDA

Abril

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

Mayo

- 4 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (abril).
- 5 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 6 Índice de producción industrial (marzo).
- 12 IPC (abril).
- 13 Avance del PIB (primer trimestre).
Avance del PIB de la UE (primer trimestre).
- 16 IPC armonizado de la UE (abril).
- 18 Contabilidad Nacional Trimestral (primer trimestre).
- 19 Comercio exterior (marzo).
- 25 Precios industriales (abril).
- 27 Ventas minoristas (abril).
- 30 Avance IPCA (mayo).
- 31 Balanza de pagos (marzo). Ingresos y gastos del Estado (abril).

COYUNTURA INTERNACIONAL

Estados Unidos afianza su recuperación, pero el petróleo y el endeudamiento público son un riesgo.

Estados Unidos: el petróleo amenaza el crecimiento

Al tiempo que la economía estadounidense afianza su recuperación, los riesgos cogen un sesgo bajista. El producto interior bruto (PIB) creció un 2,9% en 2010 y para 2011 esperamos un avance en torno al 3%. La demanda sigue recibiendo ayudas del sector público y continúa la expansión cuantitativa de la Fed, pero existe un apreciable fondo de fortaleza en el sector privado. Así, si bien el consumo se aleja del repunte de la segunda mitad de 2010, mantiene los avances mientras que el sector manufacturero se muestra fuerte y el mercado laboral empieza a dar tímidos indicios de mejora.

El encarecimiento del petróleo constituye el mayor riesgo para el crecimiento, pero, a diferencia de lo que pasó en los años setenta y ochenta, debería tener una influencia limitada sobre los precios no energéticos. En diciembre de 2010, el barril de Brent se situaba ligeramente por debajo de los 92 dólares, mientras que el promedio de febrero fue de 104,6 dólares. La apreciación del oro negro es un palo en la rueda de la recuperación, ya que, por ejemplo, un barril 10 dólares más caro, dados los actuales niveles de demanda, aumenta la factura energética en un 0,5% del PIB de los Estados Unidos.

El segundo riesgo es el elevado endeudamiento en que está incurriendo el sector

ESTADOS UNIDOS: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2009	2010	2010				2011	
			I	II	III	IV	Enero	Febrero
PIB real	-2,6	2,8	2,4	3,0	3,2	2,8	-	...
Ventas al por menor	-6,4	6,5	5,5	6,9	5,8	7,7	8,1	8,9
Confianza del consumidor (1)	45,2	54,5	51,7	58,2	50,9	57,0	64,8	70,4
Producción industrial	-9,3	5,7	2,7	7,4	6,9	5,9	5,6	5,6
Índice actividad manufacturera (ISM) (1)	46,3	57,3	58,6	57,6	55,2	57,9	60,8	61,4
Viviendas iniciadas	-38,4	5,6	16,5	12,2	0,4	-5,4	1,0	-20,8
Tasa de paro (2)	9,3	9,6	9,7	9,6	9,6	9,6	9,0	8,9
Precios de consumo	-0,4	1,6	2,4	1,8	1,2	1,3	1,6	2,1
Balanza comercial (3)	-375	-496	-398	-450	-484	-496	-507	...
Tipo de interés interbancario 3 meses (1)	0,7	0,3	0,3	0,5	0,3	0,3	0,3	0,3
Tipo de cambio efectivo nominal (4)	77,7	75,3	74,8	77,6	75,9	73,0	73,0	72,0

NOTAS: (1) Valor.

(2) Porcentaje sobre población activa.

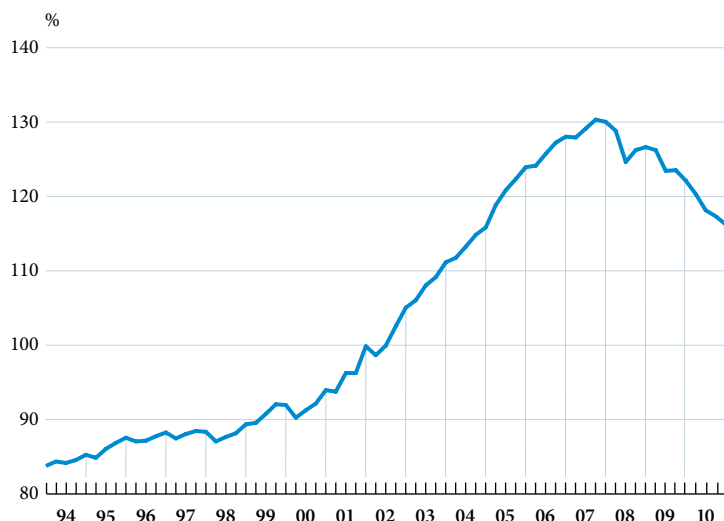
(3) Saldo acumulado de 12 meses de la balanza de bienes y servicios. Miles de millones de dólares.

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

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

ESTADOS UNIDOS: UN ENDEUDAMIENTO QUE DEBE SEGUIR BAJANDO

Deuda bruta de los hogares en porcentaje de la renta disponible



FUENTES: BEA, Federal Reserve y elaboración propia.

público para sostener la demanda agregada. La deuda bruta ha pasado del 62,1% del PIB en 2007 al 92,7% en 2010, y los presupuestos expansivos para 2011 podrían llevarla al 100% del PIB. A esto se le une el endeudamiento de las familias, que en el cuarto trimestre de 2010 era un 116,1% de la renta disponible, la sobreoferta del sector de la vivienda y la persistencia del elevado desempleo. El desenlace de este 2011 dependerá de la fuerza con la que la demanda privada tome el relevo de los estímulos públicos y cómo se traduzca en una mejora del mercado de trabajo.

La mayor cautela de los consumidores pudo verse en las cuentas nacionales de enero. La rebaja de impuestos contribuyó a que la renta disponible de los hogares aumentase en enero a un ritmo superior al promedio de 2010, pero el incremento se destinó mayoritariamente al ahorro, que en enero alcanzó el 5,8% de la renta disponible, cuando en el último trimestre de 2010 se había quedado en el 5,4%. Una prudencia bienvenida que no impide, empero, que el consumo privado siga mostrando un vigor considerable. Así, el comercio minorista de

febrero avanzó un 5,3% interanual, excluyendo los volátiles automóviles y gasolina, mientras que el índice de confianza del consumidor del Conference Board mejoró en febrero, pasando de 64,8 a 70,4 puntos.

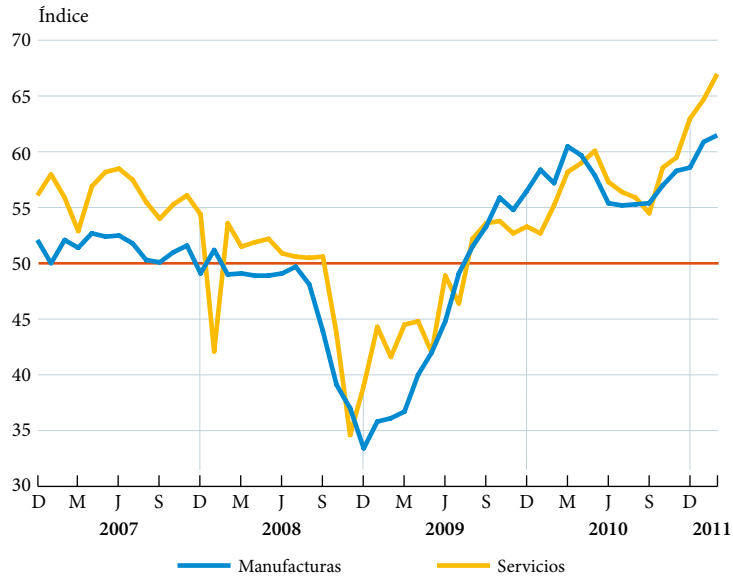
El buen tono del consumo privado se añade a la confianza que sigue predominando en el sentimiento empresarial, fundamentado en unas empresas no financieras claramente menos endeudadas que bancos, hogares y sector público y en unas expectativas de mayores beneficios, propiciadas por una demanda al alza que no debería tensionar los costes excesivamente, gracias a la baja utilización de la capacidad productiva. En este sentido, el índice de sentimiento empresarial del Institute for Supply Management siguió repuntando en febrero hasta alcanzar el nivel de los 61,4 puntos en las manufacturas y los 66,9 en los servicios. En el caso de las manufacturas, esta cifra iguala al máximo de mayo de 2004 y para encontrar niveles superiores habría que remontarse a 1983, cuando la economía se recuperaba de una doble recesión, lo que da idea del optimismo reinante entre la clase empresarial. Este opti-

La deuda pública llega al 93% del PIB en 2010.

Los empresarios siguen aumentando su optimismo.

ESTADOS UNIDOS: UNOS EMPRESARIOS CADA VEZ MÁS OPTIMISTAS

Nivel de los índices del ISM (*)



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

FUENTES: Institute for Supply Management y elaboración propia.

La tasa de paro baja al 8,9%, pero la mejora del empleo seguirá siendo lenta.

mismo también empieza a vislumbrarse, aunque de forma más moderada, en los planes de nuevas contrataciones, que ya perfilan una tendencia alcista algo más nítida que en meses anteriores.

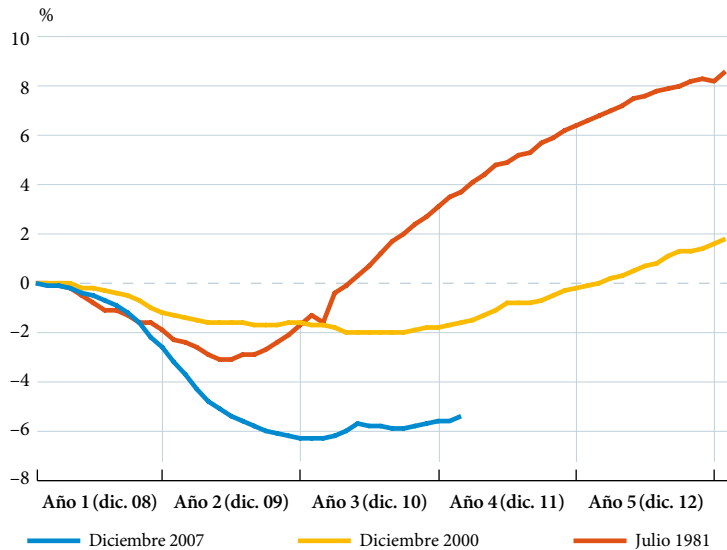
Siguiendo este patrón, el mercado laboral mostró signos de mejora en febrero, con 192.000 empleos creados y una tasa de paro que volvió a descender ligeramente, hasta el 8,9%, un registro que no se daba desde abril de 2009. Pero la cautela es aquí obligada. En primer lugar, hay que considerar que, en un año de recuperación, el mercado laboral sólo lleva creados 1.269.000 empleos, lejos aún de los 8.750.000 que se perdieron durante la crisis. En segundo lugar, la elevada proporción de desempleo de larga duración y el gran número de trabajadores desaminados, o que están trabajando menos de lo que querrían, harán que la tasa de desempleo no baje mucho más allá de los niveles actuales, dada la previsión de crecimiento económico para 2011.

La construcción decepciona a causa de la persistencia de la sobreoferta en la vivienda.

Esta persistencia del elevado desempleo castiga especialmente a la clase media, lo que se traduce en una mayor morosidad que acaba en la ejecución por impago de la hipoteca, alimentando la sobreoferta que domina el sector desde 2007. Así, el número de hipotecas ejecutadas desciende en el sector *subprime*, de baja calidad crediticia, pero sigue aumentando en el sector *prime*, que representa el 73,1% del total del número de hipotecas. La sobreoferta hace bajar los precios, con un índice Case-Shiller de precios de la vivienda de segunda mano que retrocedió en diciembre por sexto mes consecutivo, acumulando un descenso del 3,8% en la segunda mitad de 2010. De ir a más, esta nueva etapa de pérdida de valor de los inmuebles podría tener efectos negativos sobre el consumo privado a través del efecto riqueza. Con este panorama del sector, la construcción sigue bajo mínimos. Las 479.000 viviendas iniciadas en febrero, en términos anuales, quedan muy cerca del mínimo histórico.

ESTADOS UNIDOS: LA RECUPERACIÓN DEL EMPLEO VA LENTA

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



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

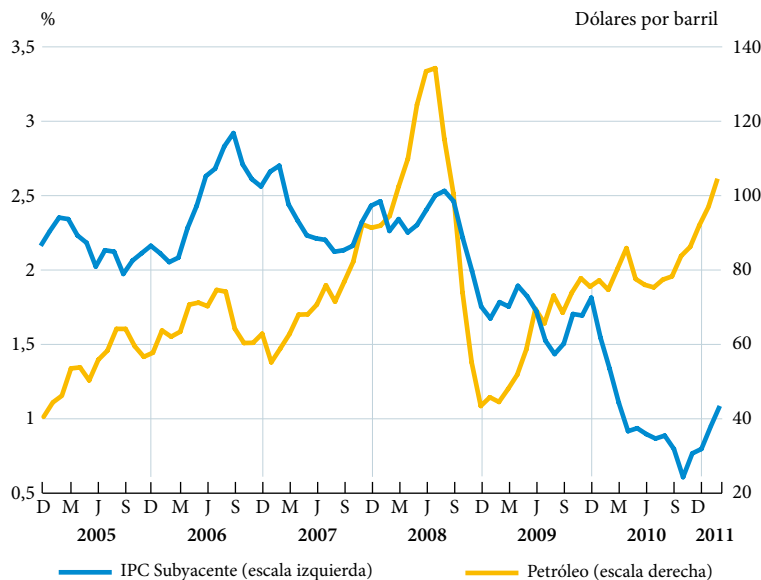
La inflación repuntó en febrero, con un índice general de precios al consumo (IPC) que subió al 2,1% interanual y que a lo lar-

go de 2011 podría ir a más, a causa del encarecimiento del petróleo. Sin embargo, la Fed toma como referencia el índice subya-

El IPC repunta hasta el 2,1%, pero la inflación subyacente sigue siendo un moderado 1,1%.

ESTADOS UNIDOS: UNA INFLUENCIA MUY POCO SUBYACENTE

Precio del petróleo y variación interanual del índice de precios al consumo subyacente (*)



NOTA: (*) El índice subyacente excluye alimentos y energía. El precio del petróleo es el futuro a un mes del barril de Brent.
FUENTES: Departamento de Trabajo, Datastream y elaboración propia.

El déficit comercial decepciona a causa de la recuperación de las importaciones.

La tragedia de Fukushima supone un gran coste humano, pero su influencia en el PIB debería ser limitada.

cente del IPC, que, por excluir los precios de energía y alimentación, refleja más fielmente las tendencias de fondo. El IPC subyacente también repuntó en febrero, con un incremento del 1,1% interanual. Los precios de producción y el sentimiento empresarial están tensionando al alza los precios en estos inicios de 2011 a causa del encarecimiento general de las materias primas, pero el recorrido ascendente sigue estando limitado por el elevado desempleo y la capacidad ociosa, que tiran hacia abajo los salarios y compensan así el efecto de las materias primas. En este sentido, hay que recordar que el mínimo histórico de la inflación subyacente de octubre de 2010 queda muy próximo tanto en el tiempo como en las cifras.

En el sector exterior, el saldo comercial de enero dejó en nada las mejoras de los dos meses anteriores. Las importaciones despertaron de su letargo y tiraron al alza el déficit comercial, que llegó a los 46.341 millones de dólares. El déficit comercial que excluye el petróleo también aumentó, lle-

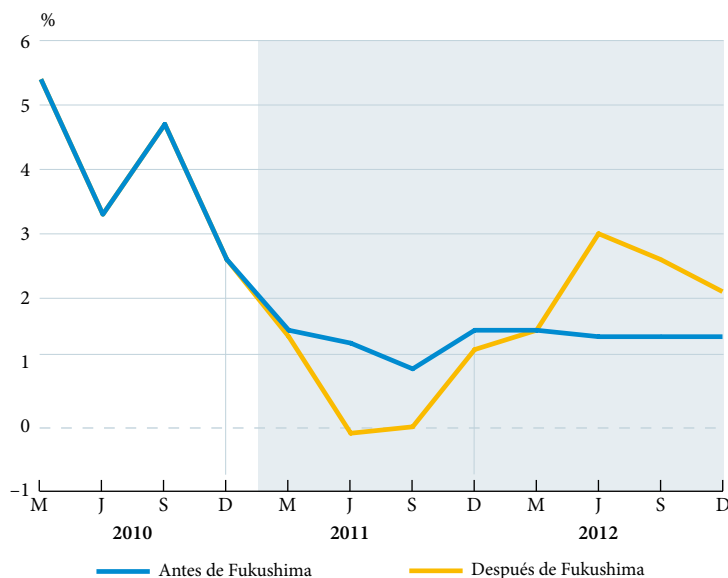
gando a los 19,677 millones, el peor registro de los últimos cuatro meses. Si bien las exportaciones conservaron parte del vigor de meses anteriores, con la paulatina recuperación de la demanda interna, la contribución del sector exterior al crecimiento en 2011 será limitada.

Japón: resurgir de las cenizas

La tragedia de Fukushima supone un enorme coste humano y una pérdida de riqueza que, según las primeras estimaciones, podría superar el 4% del PIB, 1,6 veces lo perdido en el terremoto de Kobe de 1995. Sin embargo, los efectos sobre el PIB, que es una medida de actividad, no de riqueza, deberían ser limitados en una economía como la japonesa, con una mayor fortaleza de la oferta que de la demanda, unos niveles de existencias que en los meses previos ya se habían recuperado de los mínimos y una población con una notable capacidad de recuperación ante las adversidades.

JAPÓN: LA RECUPERACIÓN DEL AVE FÉNIX

Variación interanual del PIB (*)



NOTA: (*) Los datos de 2011 y 2012 son previsiones (sombreado).

FUENTES: Ministerio de Comunicaciones de Japón, Datastream y elaboración propia.

JAPÓN: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2009	2010	2010				2011	
			I	II	III	IV	Enero	Febrero
PIB real	-6,3	4,0	5,4	3,3	4,7	2,5	-	...
Ventas al por menor	-2,3	2,5	3,8	3,7	3,2	-0,4	0,1	...
Producción industrial	-21,8	16,0	27,1	21,1	12,9	5,0	1,8	...
Índice de actividad empresarial (Tankan) (1)	-40,8	0,0	-14,0	1,0	8,0	5,0	-	...
Viviendas iniciadas	-27,7	2,7	-7,0	-0,8	13,7	6,8	2,3	...
Tasa de paro (2)	5,1	5,1	5,1	5,1	5,0	5,0	4,9	...
Precios de consumo	-1,3	-0,7	-1,2	-1,0	-0,8	0,1	0,0	...
Balanza comercial (3)	4,0	8,0	6,7	7,4	8,1	8,0	7,3	...
Tipo interbancario 3 meses (4)	0,6	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3
Tipo de cambio efectivo nominal (5)	98,6	106,0	101,1	102,8	109,1	111,0	111,1	110,3

NOTAS: (1) Valor del índice.

(2) Porcentaje sobre población activa.

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

(4) Porcentaje.

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

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

Para 2011 esperamos un crecimiento del 0,7%, por debajo del 1,3% previo a causa del previsible retroceso del segundo trimestre, con la segunda mitad de año y 2012 presentando avances robustos. El mayor riesgo de este escenario está en la crisis nuclear de la planta de Fukushima. La hipótesis central es que se establezca la situación, pero no puede descartarse un empeoramiento que, de suponer un parón energético más prolongando, podría hacer retroceder el PIB en 2011.

La industria nuclear suministra un 29,0% de la potencia eléctrica de Japón, otro 66% procede de combustibles y el resto es de origen hidroeléctrico. La central dañada de Fukushima I cubre un 7,2% de la demanda de potencia eléctrica de lado oriental de Honshu, la isla que incluye la conurbación de Tokio. Compensar la potencia perdida con la red del oeste es inviable, lo que obliga a realizar apagones intermitentes que deberían tener su máxima incidencia en abril. La producción industrial, que en enero mantuvo su repunte, se verá di-

rectamente afectada en el corto plazo. Sin embargo, con una utilización de la capacidad manufacturera que está un 9,0% por debajo de su promedio histórico, podríamos asistir a un fuerte repunte en la segunda mitad del año, un patrón que debería tener su reflejo en las exportaciones, el verdadero motor de la economía nipona.

Los costes de reconstrucción presionarán las ya maltrechas arcas públicas. El Banco de Japón, que intervino para garantizar la liquidez del sistema y evitar la apreciación del yen impulsada por la repatriación de activos por parte de las aseguradoras y la especulación, es reticente a monetizar deuda, pero el hecho de que los principales prestamistas del Gobierno son los mismos japoneses debería aliviar las presiones a corto plazo.

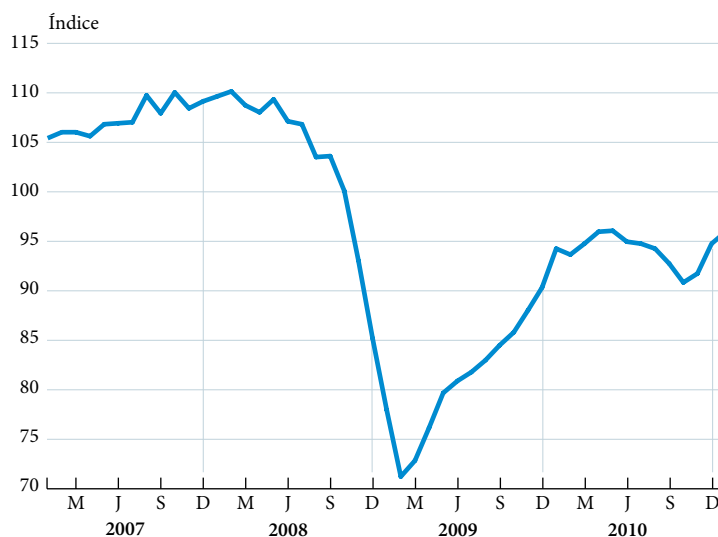
El IPC de enero se mantuvo invariado en términos interanuales, mientras que el subyacente, que excluye la energía y los alimentos, descendió un 0,6% interanual. Si bien los precios de Tokio descendieron en

La previsión de crecimiento para 2011 queda en el 0,7%.

Si se estabiliza el riesgo nuclear, la economía repuntará en la segunda mitad de 2011.

JAPÓN: UN REPUNTE INDUSTRIAL AL QUE LE QUEDA MUCHO

Índice de producción industrial



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

La inflación en China se sitúa en el 4,9% en febrero, subrayando los riesgos de sobrecalentamiento.

febrero, el panorama inflacionista se presenta incierto con una presión al alza por las dificultades energéticas y alimenticias.

China: ¿sobrecalentamiento?

Con una inflación del 4,9% en febrero, por encima de las previsiones del consenso y del objetivo del 4% del ejecutivo, los riesgos de sobrecalentamiento se consolidan en el gigante asiático. Aunque nuevamente debemos mencionar la fuerte subida del precio de los alimentos –del 11% en febrero frente al 7,2% promedio de 2010–, el componente sin alimentación continúa acelerando su ritmo, resaltando la importancia de las presiones de demanda en la escalada de precios.

Ante dichas tensiones inflacionistas, el banco central ha decidido subir el coeficiente de caja, por tercera vez en lo que va de año, y la tasa ya se ubica en el 20% para las mayores entidades. Dicho endurecimiento monetario se une a las distintas disposiciones para frenar el fuerte flujo de

crédito, que podrían haber empezado a surtir efecto. En particular, la concesión de nuevos créditos para el mes de febrero se situó en los 540.601 millones de renminbi, lo que representa un crecimiento del 17,7% interanual, claramente por debajo del promedio del 21% del año pasado. Asimismo, la oferta monetaria también ralentizó su crecimiento.

En este contexto, y con la precaución interpretativa que requieren los datos de actividad de febrero por los efectos estacionales del año nuevo chino –que cambia de fechas cada año–, tanto producción industrial como inversión siguen mostrando una marcada vitalidad. Así, la producción industrial de enero y febrero combinados creció un robusto 14,1%. La inversión en capital fijo, lejos de moderarse, avanzó un 24,9% interanual en febrero, por encima del 24,5% de diciembre. Por el contrario, el índice de gestores de compras (PMI) descendió por tercer mes consecutivo –hasta los 52,2 puntos–, aunque todavía dentro de la zona de expansión. Igualmente, las ventas al por menor para el conjunto de

Sigue el endurecimiento monetario: tercera subida del coeficiente de caja.

CHINA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2009	2010	2010				2011	
			I	II	III	IV	Enero	Febrero
PIB real	9,2	10,3	11,9	10,3	9,6	9,8	-	...
Producción industrial	12,5	15,7	19,8	16,0	13,5	13,3	13,3	14,9
Producción eléctrica	6,8	14,0	22,6	17,8	11,8	6,2	8,2	15,0
Precios de consumo	-0,7	3,3	2,2	2,9	3,5	4,7	4,9	4,9
Balanza comercial (*)	196	184	148	155	182	184	177	162
Tipo de interés de referencia (**)	5,31	5,81	5,31	5,31	5,31	5,81	5,81	6,06
Renminbi por dólar	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8	6,7	6,6	6,6

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

(**) Porcentaje a final de periodo.

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

enero y febrero crecieron un 15,8% en términos nominales, claramente por debajo del 19,1% de diciembre.

Por su parte, y tal y como se anunció en la pasada Asamblea Popular Nacional, la política fiscal seguirá activa. Contrariamente a lo que ocurre en otras economías emergentes con síntomas de recalentamiento, China no se plantea llevar a cabo una gran consolidación fiscal, pues el déficit es modesto (alrededor del 1,6% en 2010) y el nivel de deuda, reducido (en torno al 18% del PIB). Además, existe el compromiso de reforzar la red de prestaciones sociales. Todo ello pone más presión sobre las políticas monetaria y cambiaria como instrumentos para frenar el riesgo de sobrecalentamiento.

Por último, los datos de comercio exterior de febrero mostraron un déficit de 7.306 millones de dólares, el mayor déficit mensual en siete años, aunque muy cercano al observado en marzo de 2010. De nuevo, es difícil sacar conclusiones en torno a dicho déficit, pues se debe principalmente a la bajada de las exportaciones por el periodo de vacaciones del año nuevo lunar. Con todo, para este 2011, esperamos cierta corrección de los desequilibrios externos del país, en línea con un patrón de

crecimiento menos dependiente de la demanda externa.

Brasil: objetivo, moderación

La economía brasileña saldó el cómputo total de 2010 con un espectacular crecimiento del 7,6%. El registro del cuarto trimestre también batió expectativas con un avance interanual del 5,0%. De este modo, se reafirma la solidez de la recuperación brasileña, cuya única sombra emana de las crecientes tensiones inflacionistas que podrían quitarle brillo de cara a 2011.

En los últimos meses, el mercado avanza de la inflación, que ya se sitúa en el 6,0% –cada vez más alejada de la meta del Banco Central de Brasil del 4,5% \pm 1 pp–, ha intensificado la restricción de los estímulos desde todos los ámbitos: se han retomado las subidas de tipos y se esperan más este año; van reduciendo, gradualmente, las líneas de crédito puestas en marcha a raíz de la crisis, y el nuevo Gobierno ya ha emprendido la consolidación fiscal. La relativa aceleración del ajuste nos obliga a revisar ligeramente a la baja nuestra previsión de crecimiento para Brasil en 2011, situándola más cerca del 5% que del 5,5% anterior. Sin embargo, valoramos positivamente el tono

Los efectos estacionales pueden estar detrás de la totalidad del gran déficit comercial de febrero.

La economía de Brasil salda 2010 con un espectacular avance del 7,6%.

BRASIL: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2009	2010	2010				2011	
			I	II	III	IV	Enero	Febrero
PIB real	-0,7	7,5	9,4	9,1	6,8	5,0	-	...
Producción industrial	-7,3	10,5	17,4	14,2	8,1	3,5	1,9	...
Confianza del consumidor (*)	138,3	157,9	158,1	154,6	159,5	159,3	159,9	162,2
Tasa de paro São Paulo (**)	12,8	12,1	12,4	13,2	12,1	10,9	...	...
Precios de consumo	4,9	5,0	4,9	5,1	4,6	5,6	6,0	6,0
Balanza comercial (***)	25,3	20,3	23,2	19,3	16,9	20,3	20,9	21,7
Tipo de interés SELIC (%)	9,92	10,00	8,75	10,25	10,75	10,75	11,25	11,25
Reales por dólar (*)	2,3	1,8	1,8	1,8	1,7	1,7	1,7	1,7

NOTAS: (*) Valor.

(**) Porcentaje sobre población activa.

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

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

La demanda interna revalida su papel motriz, pero la externa empieza a sumar.

restrictivo de las políticas económicas en Brasil, del todo imprescindibles para garantizar la estabilidad macroeconómica y reducir el riesgo de aterrizaje súbito de una economía que ya anteriormente ha sufrido los estragos de una inflación sin control.

El análisis por componentes de los últimos datos de crecimiento, correspondientes al cuarto trimestre de 2010, no deja lugar a dudas: la demanda interna brasileña ya no necesita el respaldo de los soportes públicos y debe regresar a niveles compatibles con la estabilidad de precios. Con un avance interanual del 7,5%, el consumo privado demuestra no entender de efectos de base y se anotó una mejoría tan lujosa como en el mismo trimestre en 2009. Por su parte, la inversión, aunque va moderando su ritmo de avance, siguió registrando un crecimiento interanual en doble dígito, del 12,2%. En cuanto al gasto público, aminó la marcha tras el *boom* preelectoral del tercer trimestre, pero se mantuvo en positivo, con un avance del 1,3% respecto al mismo periodo del año anterior. Por último, aunque las exportaciones ralentizaron su avance, las importaciones lo hicieron mucho más, permitiendo con ello que, esta vez sí, la demanda externa aupara a la in-

terna y contribuyera al crecimiento del PIB en positivo. Aun así, para el total del año, el balance siguió cerrándose en negativo para el saldo externo y en positivo para el resto de partidas, sobresaliendo la inversión con un crecimiento anual del 22,5% (véase el gráfico de la página siguiente).

En definitiva, el panorama macroeconómico en Brasil esboza una senda de vigoroso crecimiento con claros síntomas de sobrecalentamiento. En ese sentido, la continuidad del tono restrictivo de la política monetaria a lo largo de 2011 está garantizada. Por el flanco fiscal, creemos que las medidas promovidas por el Gobierno hasta la fecha resultarán insuficientes, por lo que deberán introducirse mayores ajustes para atajar las crecientes presiones sobre los precios. Más aún si tenemos en cuenta que la inversión que exigirán el mundial de 2014 y las olimpiadas de 2016 impone un riesgo añadido sobre las ya elevadas presiones de demanda.

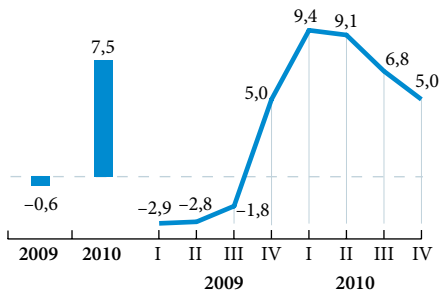
En este punto, pues, y recién clausurado otro gran carnaval, Brasil debe apuntar hacia la moderación. Sólo así podrá seguir gozando de la fiesta, aunque ya no sea a ritmo de samba.

La inflación mantiene su arranque y sigue imponiendo riesgos, pero el ajuste ya está en marcha.

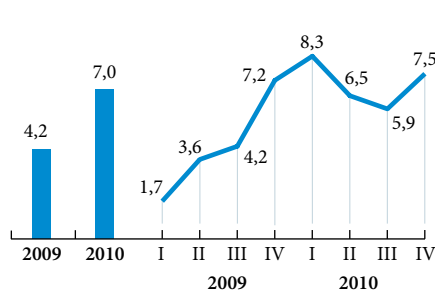
EVOLUCIÓN DEL PIB DE BRASIL POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual en términos reales

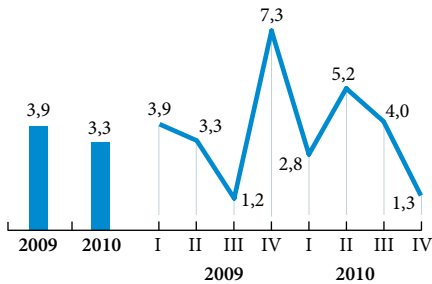
PIB



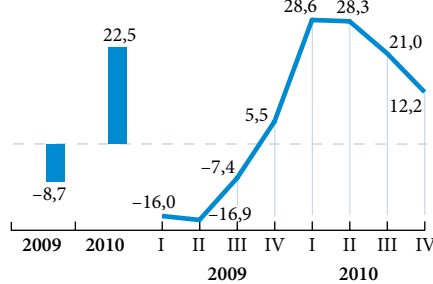
Consumo privado



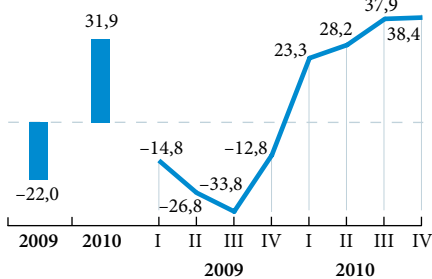
Consumo público



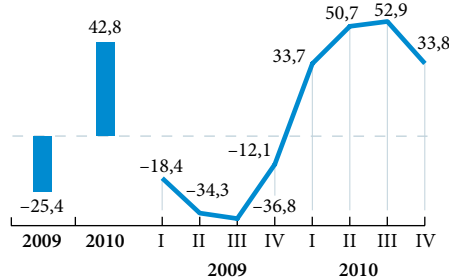
Formación bruta de capital fijo



Exportaciones de bienes y servicios



Importaciones de bienes y servicios



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

México: un coctel equilibrado

Mientras muchos otros países, emergentes y avanzados, luchan contra crecientes tensiones inflacionistas e intentando no arriesgar con ello la continuidad de su recuperación, la economía mexicana avanza a velocidad de crucero con una tasa de inflación históricamente baja (3,6% en febrero). Este delicioso coctel mexicano, que ha conseguido cuajar una recuperación sorprendentemente vigorosa con un entorno de precios libre de riesgos inflacio-

nistas, es digno de admiración. Más aún si tenemos en cuenta que la cesta de la compra mexicana es altamente sensible a la evolución de los precios alimentarios y que éstos ya encarrilan varios meses de subidas.

Descifrar la receta de tan apetitosa mezcla exige una visión retrospectiva. Para empezar, cabe tener en cuenta que México encaró la crisis con relativa estabilidad macroeconómica, conseguida a costa de un crecimiento económico relativamente co-

México consigue consolidar su recuperación sin despertar el espectro de la inflación.

MÉXICO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2009	2010	2010				2011	
			I	II	III	IV	Enero	Febrero
PIB real	-6,1	5,5	5,0	7,4	5,3	4,4	-	...
Producción industrial	-7,0	6,0	5,4	7,6	6,5	4,7	6,6	...
Confianza del consumidor (*)	80,5	86,3	81,5	84,9	89,2	89,6	92,3	92,3
Índice avanzado de actividad (*)	110,9	117,2	115,3	116,9	117,7	118,6	...	...
Tasa de paro general (**)	5,5	5,4	5,4	5,2	5,6	5,3	5,4	5,4
Precios de consumo	5,3	4,2	4,8	4,0	3,7	4,2	3,8	3,6
Balanza comercial (***)	-4,6	-3,1	-1,9	-2,4	-2,0	-3,1	-2,6	-2,8
Tipo de interés oficial de Banxico (%)	6,75	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50
Pesos mexicanos por dólar (*)	14,2	12,3	12,3	12,8	12,6	12,3	12,2	12,1

NOTAS: (*) Valor.

(**) Porcentaje sobre población activa.

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

FUENTES: Banco de México y elaboración propia.

La mejoría económica en Estados Unidos y el renovado ímpetu del gasto interno mejoran las perspectivas de crecimiento en 2011.

medido y que intentaba evitar, ante todo, los exagerados vaivenes de otras épocas. Dicha estabilidad le permitió recurrir, esta vez sí, al uso de políticas económicas contracíclicas para mitigar el impacto del ciclo recesivo. Sin embargo, no pudo evitar que la peor recesión en años acabara haciendo estragos en la clase media mexicana. Ello amedrentó en desmesura el gasto doméstico, que acabó necesitando largos meses y el soporte de los estímulos para recobrar, de modo muy gradual, el tono perdido y la confianza en su economía.

La persistente debilidad del gasto interno y la drástica caída del PIB en 2009 marcó la diferencia entre México y otros países próximos, como Brasil, en los que la recesión fue fugaz y la demanda doméstica apenas se afligió, pero que, ahora, ante una retirada de los estímulos excesivamente tardía, se enfrentan a crecientes riesgos de sobre calentamiento.

Asimismo, México se caracteriza por una enorme dependencia de la demanda externa estadounidense, y la recuperación al otro lado de Río Grande está avanzando a

un ritmo moderado, con lo que el tirón de la exportación en México tampoco fue ni súbito ni exagerado. Por último, cabe tener en cuenta que México es un exportador neto de crudo, con lo que, en principio, sale beneficiado de los altos precios internacionales.

Todo ello no sólo ha contribuido al éxito mexicano en 2010, sino que, de cara a 2011, esboza un escenario macroeconómico relativamente cómodo. Además, la reciente mejoría de las perspectivas económicas en Estados Unidos y la fortaleza de los últimos indicadores adelantados de actividad en México nos ha llevado a revisar ligeramente al alza el crecimiento del PIB mexicano en 2011, hasta el 4,2%. De momento, sin embargo, no revisamos el escenario de tipos de referencia, puesto que, ante la aparente calma de los precios, seguimos sin prever que Banxico mueva ficha hasta principios de 2012. Con todo, si los precios alimentarios se disparan y el arranque del gasto doméstico acelera, podríamos considerar posible una primera subida del tipo de referencia en el último trimestre de 2011.

Un petróleo cada vez más caro

El precio del petróleo retomó con decisión la senda alcista. Entre el 20 de febrero y el 22 de marzo, el precio del crudo mantuvo su trayectoria ascendente con una subida del 10,4% para situarse en los 115,99 dólares por barril (calidad Brent, para entregas a un mes), lo que arroja un incremento del 25,2% desde inicios de año y del 49,1% desde el inicio de 2010.

La escalada de la crisis libia, con un desenlace incierto cuyo final no parece próximo, unida a factores alcistas ya conocidos como

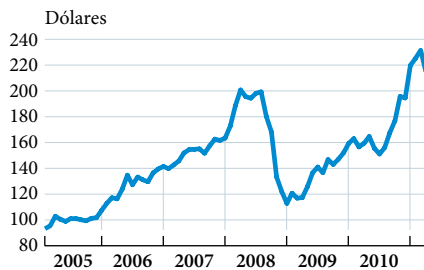
la expectativa de una mayor demanda global, que incorpora la consolidación del crecimiento estadounidense, creará cuellos de botella en los países productores, especialmente en los no pertenecientes a la Organización de Países Exportadores de Petróleo, que presentan un déficit de inversión en infraestructuras de extracción. Con esta nueva situación, es difícil que el petróleo retorne a niveles inferiores a los 100 dólares por barril durante 2011, lo que supone un riesgo para el precario crecimiento de las economías avanzadas y presiones inflacionistas en las emergentes.

El petróleo llega a los 115 dólares por barril.

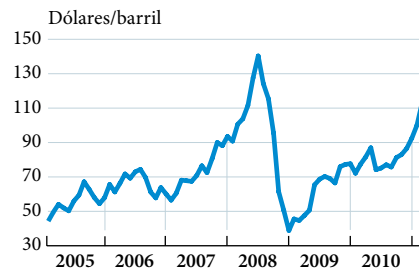
La incertidumbre y la mayor demanda mantendrán al petróleo por encima de los 100 dólares en 2011.

EVOLUCIÓN DE MATERIAS PRIMAS SELECCIONADAS (*)

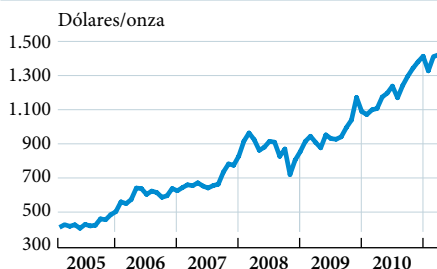
Índice The Economist



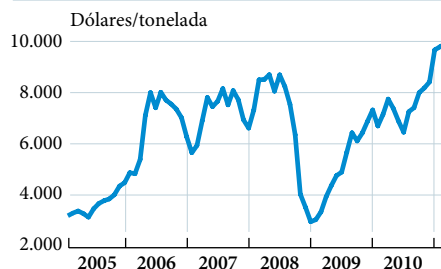
Petróleo Brent



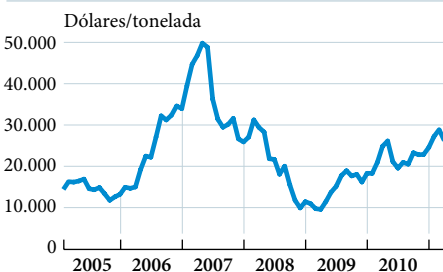
Oro



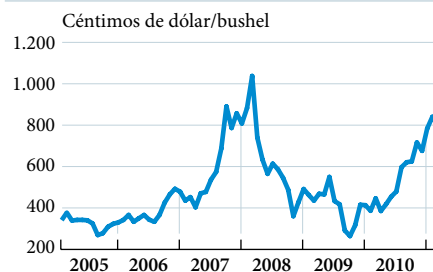
Cobre



Níquel



Trigo



NOTA: (*) Datos correspondientes al último día del mes (último dato, 22 de marzo).

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

Las materias primas adoptan un rumbo bajista, a excepción de oro y aluminio.

Las subidas previas y los riesgos sobre la demanda global tuvieron su repercusión en los precios del resto de las materias primas. El índice The Economist bajó un 9,1% entre el 21 de febrero y el 22 de marzo. Entre los metales se dieron bajas generalizadas a excepción del aluminio, que podría ser arrastrado al alza por el encare-

cimiento del petróleo, dado que su obtención es intensiva en energía. El oro, por su parte, mantuvo los niveles alcanzados por su condición de valor refugio. Entre los alimentos también predominaron los descensos, destacando el retroceso del té y del azúcar, a causa de la recogida de beneficios de pasadas subidas.

Rescate garantizado: una percepción peligrosa para el sistema

Hasta la caída de Lehman Brothers en septiembre de 2008, se creía que, por una ley no escrita del sector financiero, existían entidades «demasiado grandes para caer». Entidades cuya quiebra provocaría tal colapso económico en su país de origen que el Gobierno preferiría rescatarlas. Lejos de romper esta creencia, la caída de Lehman Brothers certificó su validez al permitir vislumbrar la magnitud del colapso y al adoptar el G-7 un plan de acción cuyo primer punto aseguraba que se tomarían «acciones decisivas y se usarían todas las herramientas disponibles para sostener aquellas instituciones financieras sistémicamente importantes y evitar su quiebra». Esta decisión suscita una fuerte polémica, puesto que incentiva a las entidades a tomar aún mayores riesgos. Frente a ello, los reguladores intentan dar con el enfoque normativo correcto que mitigue estos incentivos.

Declaraciones como la del G-7 contribuyen a reducir la percepción de las entidades acerca del coste de las inversiones arriesgadas que salen mal. Esta percepción es, ya de por sí, inferior al verdadero coste para la sociedad –que incluye también el efecto de estas inversiones sobre el buen funcionamiento del sistema financiero en su conjunto y, por tanto, sobre la canalización de los recursos de la economía. Como consecuencia de esta inferior percepción de los costes del riesgo, las entidades tienden a financiar proyectos más arriesgados de lo que sería deseable. Para corregir esta percepción, la regulación existente exigía a las entidades mantener unos requisitos mínimos de capital crecientes con el riesgo de sus activos. Sin embargo, lo que ha revelado la presente crisis es que este riesgo no puede ser correctamente medido dada la información incompleta que de él se tiene. Así, manteniendo unos mismos requisitos mínimos, las entidades podían optar por financiar proyectos con rentabilidades esperadas elevadas cuyos niveles de riesgo real superaban los anticipados por el regulador.

Resulta pues imprescindible modificar la regulación para corregir estos incentivos y ya existen diversas propuestas más o menos avanzadas con este fin. Muchas de ellas se centran en las entidades que resultan ser piezas clave en el funcionamiento del sistema financiero, pues presentan mayores incentivos a tomar riesgos excesivos ante la imposibilidad de los gobiernos a comprometerse de forma creíble a no rescatarlas llegado el caso. Otras son de mayor alcance. Sin embargo, todas presentan complejidades importantes de diseño para resultar realmente eficaces.

La primera de las propuestas pretende reducir la probabilidad y la severidad de las quiebras de las instituciones financieras sistémicamente importantes (o SIFIs) incrementando sus requerimientos de capital y liquidez por encima de los recientemente fijados por Basilea III. A modo indicativo, Suiza, la única jurisdicción en la que se han concretado, exige a sus SIFIs un capital regulatorio mínimo total del 19% (más del doble de lo exigido por Basilea III) dado su descomunal tamaño en relación al PIB. Esta opción presenta dos problemas. El primero es cómo definir la condición de SIFI de una entidad: su tamaño, su interconexión con el resto de entidades o la incapacidad de éstas para sustituir los servicios prestados por la entidad pueden convertirla en pieza clave. El segundo problema es que continúa confiando en la misma medición del riesgo de los activos que se ha revelado defectuosa. Por tanto, pese a que el coste para las entidades se incremente, el mecanismo que ha generado el exceso de riesgo en la presente crisis sigue presente.

IDENTIFICANDO A LAS PIEZAS CLAVE: EL TAMAÑO NO ES LO ÚNICO QUE DETERMINA LA CONDICIÓN DE SIFI

Índice de interconexión^(*) y tamaño en una selección de instituciones financieras

		Activos en 2008 (en % del PIB del país de origen)				
		< 20%	20% < x < 50%	50% < x < 100%	100% < x < 200%	> 200%
Índice de interconexión	Muy elevado	Lehman Brothers Safeco Chubb Morgan Stanley AIG	Dresdner Bank	BNP Paribas		UBS
	Elevado	Goldman Sachs Bank of America Bear Stearns ^(**) Met Life HVB	Commerzbank	Barclays	RBS	
	Moderado	Fannie Mae Freddie Mac Merrill Lynch American Express Standard Chartered B. Monte dei Paschi Abbey National	Lloyds TSB AXA Allianz	HBOS HSBC Crédit Agricole Société Générale UniCredit Banco Santander Banco Comercial Português		Credit Suisse
	Bajo	Citigroup JP Morgan Hartford	ABN Amro ^(**)	Deutsche Bank Rabobank	ING	

En rojo, instituciones que han recibido inyecciones de capital público

NOTAS: (*) Índice de importancia en materia de interconexión. Un valor elevado indica que muestras de inestabilidad en la entidad se propagan vía una mayor probabilidad de inestabilidad en otras entidades. Ver Yang, J. y Y. Zhou (2010), «Finding systemically important financial institutions around the global credit crisis: Evidence from credit default swaps», artículo presentado en la 13ª conferencia del *BCE-CFS Research Network: Macro-prudential Regulation as an Approach to Contain Systemic Risk: Economic Foundations, Diagnostic Tools and Policy Instruments*.

(**) Datos de 2007.

FUENTES: The Banker 2008, OECD, Yang, J. y Y. Zhou (2010) y elaboración propia.

Un segundo conjunto de propuestas persigue modificar los incentivos a la toma de riesgo de las entidades a través de la introducción de impuestos o tasas que reflejen el coste social del riesgo sistémico existente. Para ello, el FMI propone una tasa cuyo tipo impositivo sea creciente en función del riesgo de la entidad y su contribución al riesgo sistémico. La base del impuesto vendría dada por la financiación ajena (excluyendo los depósitos) de las instituciones financieras, pues aproximaría el volumen de recursos que debería aportar el estado para garantizar los pasivos de las entidades. Definida de forma suficientemente amplia, y aplicable a todo tipo de instituciones financieras, evitaría posibles distorsiones y arbitrajes en las decisiones de financiación. Sin embargo, la cuestión vuelve a ser qué criterios utilizar en la definición del tipo impositivo para medir la contribución al riesgo sistémico y mejorar el sistema actual.

Otras propuestas en materia de impuestos con el mismo objetivo son de una eficacia más cuestionable. Por ejemplo, se ha sugerido tasar las rentas excesivas en el sector financiero con la idea de que éstas son fruto del riesgo excesivo y del seguro implícito del Estado. No obstante, estos impuestos topan con la dificultad de definir cuál es el nivel de rentas adecuado para el sector financiero para no tasar beneficios que en realidad son fruto de una mayor eficiencia.

Más eficaz parece ser un último conjunto de propuestas, que también persigue modificar los incentivos pero actuando sobre la probabilidad de futuro rescate que perciben las entidades. Ello pasa por reducir los costes públi-

cos asociados a las quiebras bancarias, de modo que la alternativa de afrontarlas sea más plausible. Un mecanismo de intervención de entidades, diseñado en varias etapas y que evitara la paralización del sistema financiero llegado el momento, podría conseguirlo. Los primeros indicios de problemas desencadenarían una fase de intervención temprana en la cual el supervisor tendría facultad para incidir en el comportamiento de la entidad, tanto en materia de distribución de beneficios como a nivel de líneas de negocio. Esta intervención sería creciente con la gravedad de la situación hasta llegar al incumplimiento de los ratios regulatorios. Entonces se procedería a la liquidación ordenada de la entidad mediante el posible traspaso de la actividad esencial de depósitos, u otras funciones consideradas esenciales, a un banco puente hasta que fuera posible su venta a competidores interesados. El coste público de este proceso podría ser financiado con la creación de un fondo de liquidación procedente de la recaudación de una tasa como la propuesta por el FMI. Estados Unidos, la Unión Europea y el Reino Unido están trabajando en esta dirección.

En definitiva, las propuestas son numerosas y la mayoría de autoridades están tentadas a aplicarlas todas de forma rápida y sin tener en cuenta el efecto de sus interacciones. No obstante, hay que evitar que ello resulte en la adopción de medidas genéricas y poco vinculadas con el riesgo de cada entidad. De otro modo, no estaríamos sino incitando a la acumulación de más riesgos en el sistema y sentando las bases para que la historia se repitiera de nuevo.

*Este recuadro ha sido elaborado por Sandra Jódar Rosell
Departamento de Análisis Económico, Área de Estudios y Análisis Económico, "la Caixa"*

Zona del euro: el petróleo y los tipos de interés amenazan la actividad económica

Tras la victoria de las tropas aliadas en Egipto, Winston Churchill, en su discurso de noviembre de 1942, pronunció las famosas palabras: «No, éste no es el final, no es siquiera el principio del final. Puede ser, más bien, el final del principio». Su objetivo era animar a sus conciudadanos y, al mismo tiempo, celebrar la primera victoria remarkable en la contienda que podía indicar un cambio de signo.

Un cambio de rumbo que también se ha producido en la Unión Europea (UE) tras las cumbres celebradas durante el mes de marzo. Durante semanas, los líderes políticos de la UE habían prometido alcanzar un

gran acuerdo sobre reformas económicas. Y en la reunión extraordinaria celebrada en Bruselas el 11 de marzo, sorprendieron con una serie de decisiones muy importantes. Entre las mismas destacan cuatro. La primera medida acordada es ampliar la capacidad de concesión de préstamos del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF) desde el nivel anterior de 250.000 a los 440.000 millones de euros. Además, el FEEF podrá adquirir deuda pública de los países miembros en los mercados primarios siempre y cuando el país en cuestión se comprometa a un plan de austeridad fiscal.

La segunda decisión consiste en la creación de un mecanismo de estabilidad permanente, a partir de 2013, el Mecanismo Europeo de Estabilidad, que tendrá a su disposición 500.000 millones de euros para

La Unión Europea alcanza un gran acuerdo sobre reformas económicas.

ZONA DEL EURO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2009	2010	2010				2011	
			I	II	III	IV	Enero	Febrero
PIB	-4,1	1,7	0,8	2,0	1,9	2,0	-	...
Ventas al por menor	-2,5	0,8	0,5	0,6	1,4	0,5	0,7	...
Confianza del consumidor (1)	-24,8	-14,0	-16,8	-16,7	-12,1	-10,4	-11,2	-10,0
Producción industrial	-14,7	7,5	4,7	9,1	7,0	7,9	5,9	...
Sentimiento económico (1)	80,7	100,8	96,4	99,1	102,2	105,6	106,8	107,8
Tasa de paro (2)	9,4	10,0	9,9	10,0	10,0	10,0	9,9	...
Precios de consumo	0,3	1,6	1,1	1,6	1,7	2,0	2,3	2,4
Balanza comercial (3)	-16,7	14,1	23,5	20,0	8,2	4,6	-4,5	...
Tipo de interés euríbor 3 meses	1,2	0,8	0,7	0,7	0,9	1,0	1,0	1,1
Tipo de cambio efectivo nominal del euro (4)	111,7	104,7	108,7	103,2	102,3	104,4	102,4	103,4

NOTAS: (1) Valor.

(2) Porcentaje sobre población activa.

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

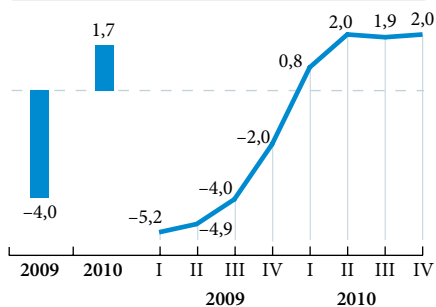
(4) Cambio ponderado por los flujos de comercio exterior. Valores mayores significan apreciación de la moneda.

FUENTES: Eurostat, Banco Central Europeo, Comisión Europea y elaboración propia.

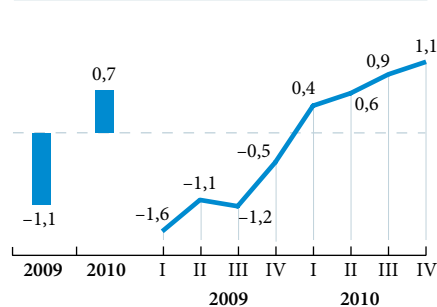
EVOLUCIÓN DEL PIB DE LA ZONA DEL EURO POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual

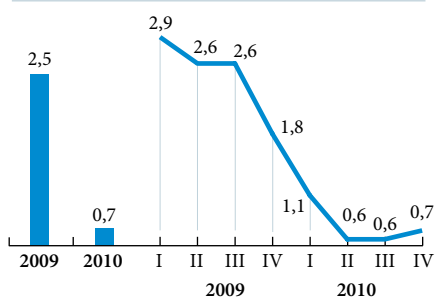
PIB



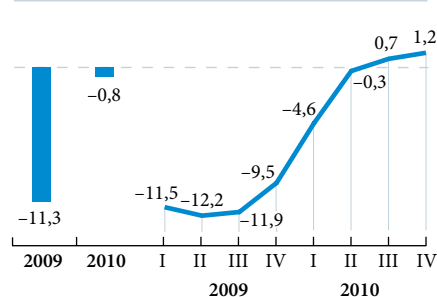
Consumo privado



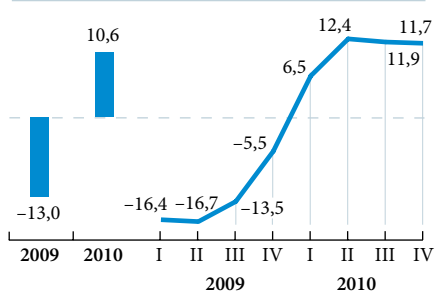
Consumo público



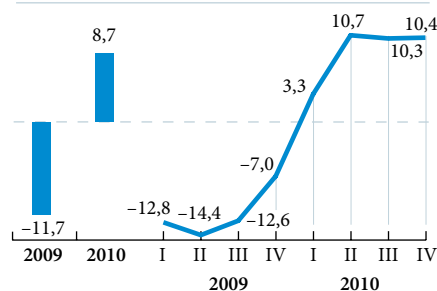
Formación bruta de capital fijo



Exportaciones de bienes y servicios



Importaciones de bienes y servicios



FUENTES: Eurostat y elaboración propia.

Se alarga el préstamo concedido a Grecia y se rebaja el tipo de interés aplicado.

contener las potenciales crisis que puedan surgir en el futuro.

Otra medida, que ayudará en particular a Grecia, es la revisión del tipo de interés aplicado a la porción de la ayuda que recibió de la UE (110.000 millones de euros) que se reduce un 1% hasta el 4%. Además, el préstamo que se concedió originalmente por un período de 4,5 años se alarga hasta los 7,5 años. A cambio, el Estado griego se comprometió a vender activos por un importe de 50.000 millones de euros.

Finalmente, los líderes europeos acordaron un pacto para incrementar la coordinación económica, una nueva serie de medidas de recortes fiscales y el seguimiento de los planes de pensiones públicos en los diferentes países miembros. Resumiendo, la UE ha mostrado su fortaleza en defensa del euro.

Esta protección es útil en un contexto macroeconómico que se ve amenazado por dos factores: el aumento del precio del petróleo y el alza de los tipos de interés. Impactos que todavía no se habían manifes-

tado en la actividad económica del cuarto trimestre del año pasado. El desglose de los datos del producto interior bruto (PIB) muestra una corrección de la inversión debido a la adversa climatología.

Sin embargo, estos dos riesgos nos obligan a revisar nuestras previsiones de crecimiento del PIB de la eurozona, que reducimos una décima hasta el 1,5% para el conjunto del año 2011 y, al mismo tiempo, aumentar nuestra estimación de inflación para el conjunto del año del 2,1% al 2,3%. En ningún caso supone un cambio de escenario, pero sí un reconocimiento que el desarrollo de los acontecimientos en el mercado energético y el riesgo de unos niveles de tipos de interés algo más altos puedan provocar una menor actividad económica.

Por esto es interesante revisar los diferentes componentes del PIB para poder estimar los posibles impactos sobre cada uno de ellos. Respecto al consumo, las compras que no pudieron hacerse durante los meses de noviembre y diciembre, debido a las nevadas, se están realizando durante el primer trimestre como muestra la recupera-

ción de las ventas minoristas del mes de enero, que crecieron un 0,7% intermensual. Además, se mantienen elevados los índices de confianza de los consumidores, aunque el aumento de los precios energéticos deteriorará la renta neta disponible de las familias y, por lo tanto, reducirá ligeramente el crecimiento del consumo, efecto que se notará más a partir del segundo trimestre.

Por lo que reflejando la menor renta disponible de las familias, por el aumento de los precios energéticos, a un buen registro del consumo de las familias, durante el primer trimestre, podrían sucederle unos crecimientos ligeramente inferiores, en los siguientes trimestres.

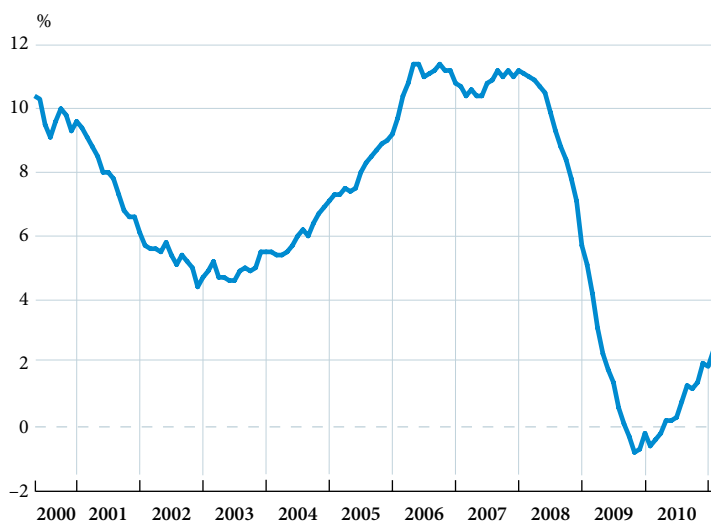
Este impacto sería amortiguado por dos factores: el primero, la mejoría en la concesión de crédito en la eurozona y, el segundo, la reducción de la tasa de paro, que en el mes de enero bajó en una décima hasta el 9,9%. Esta tendencia debería mantenerse gracias a la contención de los costes laborales y las buenas expectativas de los empresarios.

El aumento del precio del petróleo y de los tipos de interés reducirá el crecimiento en la eurozona.

La renta neta disponible de las familias se deteriorará por el aumento de la inflación.

EL DESAPALANCAMIENTO YA NO FRENA LA RECUPERACIÓN ECONÓMICA

Variación interanual del crédito en la eurozona



FUENTES: Banco Central Europeo y elaboración propia.

La cartera de pedidos industriales augura un buen comportamiento de la inversión empresarial.

Respecto a la inversión privada, el último trimestre del año pasado cayó un 0,6% intertrimestral, pero esto se debió al colapso del sector de la construcción debido a las nevadas de final de año. La normal reactivación de este sector y el elevado nivel de producción industrial, que en el mes de enero en la eurozona avanzó un 6,6% en términos interanuales, junto con la alta confianza de los empresarios, que expresan en las encuestas una visión optimista basada en la cartera de pedidos que tienen para los próximos trimestres, permiten augurar que este componente tendrá una aportación positiva al crecimiento durante este año.

El componente de gasto público debería disminuir a una tasa de una décima durante los próximos trimestres debido a los diferentes ajustes fiscales en miembros de la eurozona. En todo caso, el riesgo sería que un menor crecimiento exigiera en algunos países medidas adicionales para reforzar los programas.

Pero uno de los factores que nos ha obligado a rebajar el crecimiento para 2011 ha sido la tendencia de la balanza comercial en la eurozona. La primera estimación del mes de enero arroja un déficit de 14.800 millones de euros. El mayor impacto lo produjo el fuerte aumento del precio del petróleo, que elevó la factura de las importaciones. En los próximos trimestres, el mantenimiento de los precios actuales provocará que el sector exterior reste ligeramente crecimiento en la eurozona.

El incremento del precio de las materias primas energéticas también repercute en el IPC, cuyo último dato del mes de febrero subió a un ritmo de 2,4% interanual. El aumento de precios puede traducirse en una senda de tipos de interés más alta que implique una reducción de la actividad económica. En nuestras nuevas estimaciones de crecimiento hemos tenido en cuenta la trayectoria esperada de los principales tipos de interés tanto de la deuda pública como del mercado interbancario.

Resumiendo, podemos afirmar que el riesgo de incremento de precios, debido al fuerte aumento del precio de las materias primas energéticas y su impacto en tipos de interés podría reducir ligeramente el crecimiento. Pero el mayor riesgo que presentaba la eurozona era la crisis de deuda soberana, que ha sido contenida gracias a las decisiones tomadas por la Unión Europea, mostrando una voluntad política de defensa del proyecto común sin precedentes en su corta historia. Parafraseando a Churchill, podemos afirmar que quizá no es el final de la crisis de la deuda soberana pero sí se han puesto a punto las herramientas para reconducirla, si bien es cierto que la travesía podría ser larga.

Buen momento de la economía alemana

Después de la desaceleración de la actividad económica en el cuarto trimestre de 2010, mayormente por el mal tiempo, se constata una robusta recuperación en los primeros compases de 2011. Tanto la demanda interna como la externa parecen contribuir a la expansión en marcha.

Las expectativas de aumento de la ocupación y de elevaciones de los salarios están apoyando el consumo. Así, las ventas minoristas subieron el 2,6% en términos reales en enero en relación con el mismo mes del año anterior. Además, las matriculaciones de turismos muestran un notable impulso a pesar del alza de los precios de los carburantes. En el primer bimestre las ventas de automóviles anotaron un incremento interanual del 15,8%. Las perspectivas del consumo son favorables, si bien probablemente se moderará su crecimiento, tal como parece indicar una ligera retracción de la confianza del consumidor en los últimos tres meses hasta febrero, afectada por un repunte de la inflación.

La Unión Europea muestra una fuerte voluntad en la defensa del euro.

Vigor del consumo germánico en los primeros compases del año.

ALEMANIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2009	2010	2010				2011	
			I	II	III	IV	Enero	Febrero
PIB	-4,7	3,5	2,1	3,9	3,9	4,0	-	...
Ventas al por menor	-3,2	1,4	1,0	0,5	2,7	1,0	2,6	...
Producción industrial	-15,4	10,0	6,2	12,2	10,3	11,5	12,4	...
Índice de actividad empresarial (IFO) (*)	87,7	103,5	96,5	101,8	106,7	108,9	110,3	111,2
Tasa de paro (**)	8,2	7,7	8,1	7,7	7,6	7,5	7,4	7,3
Precios de consumo	0,4	1,1	0,7	1,0	1,2	1,5	2,0	2,1
Balanza comercial (***)	142,8	149,2	143,3	150,2	149,9	153,4	153,8	...

NOTAS: (*) Valor.

(**) Porcentaje sobre población activa.

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

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

Igualmente, la inversión muestra vigor, dado el buen tono de la demanda y el aumento de la utilización de la capacidad productiva. En efecto, el uso de la misma en la fabricación de los bienes de equipo se sitúa por encima de su media a largo plazo.

En cuanto al comercio exterior, el horizonte también está despejado. Los datos de enero presentan una tendencia alcista para las exportaciones. Las expectativas son buenas, si bien es probable que se produzca una cierta ralentización respecto a los fuertes crecimientos de 2010; no tanto por la situación en Japón después de la catástrofe sísmica de marzo, puesto que la proporción de las ventas exteriores al país del sol naciente es relativamente pequeña. En cuanto a las importaciones, subieron apreciablemente en enero, pero sobre todo por el alza de los precios.

Por el lado de la oferta la situación también es favorable. La producción industrial continuó avanzando en enero hasta presentar un incremento interanual del 12,4%. El aumento de los pedidos industriales refuerza la posición del sector secundario. No obstante, lo más destacable es la espectacular recuperación del sector de la construcción, que se expandió el

36,3% en enero en relación con el mes anterior, después del retroceso del final de 2010 por las condiciones meteorológicas. Además, los servicios participan de la mejora general y el sector hotelero registró un notable ascenso de su cifra de negocios en el mes de enero.

El buen momento coyuntural se refleja en el mercado de trabajo. El nivel de ocupación subió el 0,1% en enero en términos desestacionalizados sobre diciembre y el 1,2% con relación al mismo mes del año pasado. En febrero, el índice de la demanda de empleo BA-X alcanzó una cota máxima, como se puede observar en el gráfico siguiente, exponente de las favorables perspectivas en el mercado laboral. De esta forma, la tasa de paro continuó descendiendo hasta el 7,3% en febrero, el menor nivel de los últimos años.

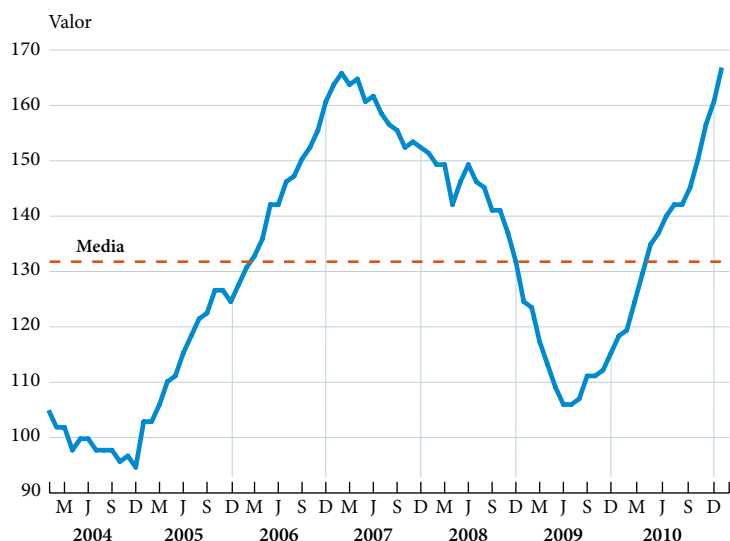
En contrapartida, se han intensificado las demandas de aumentos salariales. No obstante, los costes laborales unitarios parece que serán contenidos por la mayor productividad. Por otro lado, la tasa de inflación siguió elevándose en febrero, por cuarto mes consecutivo, hasta el 2,1%, sobrepasando la cota del 2% por primera vez desde octubre de 2008. Este repunte se de-

La catástrofe en Japón sólo debería afectar escasamente a las exportaciones teutonas.

Espectacular recuperación del sector de la construcción tras el retroceso del final de 2010.

LA DEMANDA DE EMPLEO ALCANZA UN NIVEL MÁXIMO

Índice de empleo BA-X (*)



NOTA: (*) Datos desestacionalizados.

FUENTES: Bundesagentur für Arbeit y elaboración propia.

El PIB alemán se acelerará en el primer trimestre.

bió fundamentalmente a los precios energéticos. Así, la inflación subyacente, que excluye a los componentes más volátiles, se mantuvo en febrero en el 1%. Con todo, elevamos la previsión de la inflación media anual en 2 décimas hasta el 2,1%.

En resumen, en el primer trimestre de 2011 el PIB se acelerará después de haber registrado un crecimiento intertrimestral del 0,4% en el cuarto trimestre de 2010. Sin embargo, posteriormente esperamos que se vaya moderando y que en el conjunto de 2011 se anote un aumento anual inferior al 3,5% de 2010, que ciframos en el 2,4%. Esta ralentización obedece, sobre todo, a un cierto agotamiento del efecto rebote tras la gran recesión de 2008-2009 y a las repercusiones de una política presupuestaria contractiva en 2011. La próxima elevación del tipo de interés de referencia del Banco Central Europeo que se perfila no debería afectar apreciablemente a la economía germanica si los tipos de interés reales permanecen en cotas bajas.

Nuevas medidas a favor del empleo en Francia para reducir una tasa de paro relativamente alta.

Aceleración de la economía francesa en el primer trimestre

En febrero el consumo se reanimó en cierta medida. Las ventas minoristas crecieron el 0,5% en términos reales y desestacionalizados respecto al mes anterior. Es destacable la subida del 12,5% mensual del calzado y del 4,5% del vestido. Por su parte, las matriculaciones de turismos se elevaron el 13,3% en relación con febrero de 2010. No obstante, el consumo probablemente se ralentizará en el próximo trimestre a juzgar por el descenso de la confianza de los consumidores en febrero por tercer mes consecutivo. Las desfavorables perspectivas del mercado de trabajo pesan en el ánimo de los ciudadanos franceses.

Efectivamente, a pesar de que el paro registrado anotó un descenso del 0,7% en enero respecto a diciembre de 2010 y la tasa de paro disminuyó levemente hasta el 9,6%, éste es un nivel relativamente alto y todo apunta a que su reducción será muy

FRANCIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2009	2010	2010				2011	
			I	II	III	IV	Enero	Febrero
PIB	-2,5	1,5	1,2	1,6	1,7	1,5	-	...
Consumo de manufacturas por los hogares	0,8	1,0	1,8	0,4	1,5	0,4	2,4	...
Producción industrial	-12,4	5,9	4,8	7,5	5,1	5,9	5,4	...
Tasa de paro (*)	9,5	9,8	9,8	9,8	9,7	9,7	9,6	...
Precios de consumo	0,1	1,5	1,3	1,6	1,5	1,7	1,8	1,7
Balanza comercial (**)	-49,3	-47,1	-43,0	-45,1	-49,6	-50,7	-53,4	...

NOTAS: (*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

gradual. Por ello, se presentaron nuevas medidas a favor del empleo por un importe de 500 millones de euros centradas en los jóvenes y los desempleados de larga duración, con énfasis en la formación.

Desde el lado de la oferta, la producción industrial avanzó en enero en relación con el mes anterior. Las perspectivas son positivas, en parte por la demanda de Alemania. También los servicios muestran un panorama propicio. De esta forma, el crecimiento intertrimestral del PIB en el primer trimestre de 2011 se podría colocar por encima del 0,4% registrado en el cuarto de 2010.

No obstante, la expansión económica probablemente se moderará en los trimestres subsiguientes, a tenor de algunos indicadores adelantados y del efecto de una política fiscal restrictiva. En este sentido, el Gobierno aprobó un proyecto de introducción en la Constitución de disposiciones para asegurar el equilibrio de las finanzas públicas, siguiendo los pasos de Alemania y en sintonía con las recientes orientaciones de la Unión Europea sobre la gobernanza económica. Como se sabe, el déficit público se debe reducir hasta el 6% en 2011, el 4,6% en 2012 y el 3% en 2013. Por todo ello, y teniendo en cuenta las alzas de los precios del petróleo, hemos rebajado en

2 décimas la previsión de aumento anual del PIB en 2011 hasta el 1,6%.

La crisis libia no favorece a la economía italiana

En su condición de vecino europeo más próximo a Libia y notable socio comercial, Italia puede ser perjudicada por la crisis del país magrebí. A pesar de que también podría beneficiarse por la desviación de una parte del turismo internacional hacia el norte de África, parece que el balance es negativo, si bien por ahora los indicadores económicos no se han visto afectados sensiblemente.

Sí que se ha producido un repunte de la inflación en febrero hasta el 2,4% interanual, 3 décimas más que en enero. Se trata de la tercera subida consecutiva de la tasa de inflación de los precios de consumo a raíz principalmente de la escalada de los precios de las materias primas y en especial del petróleo, que también ha reflejado la tensión en Libia. Asimismo, la inflación subyacente se elevó en 3 décimas en febrero hasta el 1,7% debido sobre todo al alza del transporte. Por otro lado, los datos de salarios en las grandes empresas mostraban un modesto avance interanual del 0,9% por empleado en diciembre, lo que

El Gobierno galo también quiere introducir disposiciones en la Constitución para asegurar el equilibrio de las finanzas públicas.

La destrucción de ocupación en enero y el repunte de la inflación desaniman al consumidor italiano.

ITALIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2009	2010	2010				2011	
			I	II	III	IV	Enero	Febrero
PIB	-5,2	1,2	0,6	1,5	1,4	1,5	-	...
Ventas al por menor	-1,7	0,0	-0,1	-0,3	0,6	0,1	0,1	...
Producción industrial	-18,2	5,4	3,5	7,9	6,2	4,2	0,9	...
Tasa de paro (*)	7,8	...	8,4	8,4	8,3	...	-	...
Precios de consumo	0,8	1,5	1,2	1,4	1,6	1,7	2,1	2,4
Balanza comercial (**)	-10,2	-16,2	-7,7	-13,2	-19,1	-24,8	-29,9	...

NOTAS: (*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

Modesto ritmo de avance para la economía subalpina.

apoya la tesis de la exclusión por el momento de efectos de segunda vuelta.

Si a ello añadimos una destrucción de ocupación del 0,4% en enero en relación con el mes anterior, no es extraño que el consumo se muestre débil en los primeros meses del año. Tampoco la producción industrial empezó el año con buen pie, pues retrocedió el 1,5% respecto a diciembre. No obstante, los pedidos presentaban un aumento interanual del 17,5% y la confianza en el sector secundario se hallaba por encima de su media a largo plazo, de modo que las perspectivas son moderadamente optimistas. Asimismo, el panorama para la inversión también es favorable.

Por otro lado, la demanda exterior podría ayudar a la expansión económica. De hecho, en enero las exportaciones ascendieron más que las importaciones con relación al mes anterior. Para el conjunto de 2011 y, dado que la necesidad de consolidación presupuestaria moderará la demanda interna, esperamos un incremento anual del PIB en torno al 1%, un poco por debajo del aumento de 2010, que fue revisado al 1,2%. De esta forma, la economía transalpina continuaría creciendo menos que la media de la eurozona. Por otra parte, elevamos la previsión de la inflación media para 2011 hasta el 2,3%, a conse-

La inflación aumenta hasta el 4,4% interanual.

cuencia de la tendencia alcista de los precios de las materias primas.

Reino Unido: más inflación y más incertidumbre sobre el crecimiento

En matemáticas, una ecuación es una igualdad que contiene una o más incógnitas. Sin embargo, no todas las ecuaciones tienen solución. Actualmente, ésta parece ser la situación del Reino Unido, donde las dos incógnitas son el consumo y el gasto público, que forman parte de la ecuación del producto interior bruto. El propio gobernador del Banco de Inglaterra, Mervin King, reconoció ante la prensa que la incertidumbre sobre la futura trayectoria de la inflación y el crecimiento había aumentado significativamente.

Sin embargo, podemos acotar este nivel de incertidumbre al seleccionar las variables clave sobre las que pivotará la actividad económica en el Reino Unido durante 2011. Éstas son: la inflación, los tipos de interés, el nuevo presupuesto fiscal y el comercio exterior. La importancia de estas variables radica en su impacto sobre la renta neta disponible de las familias.

Respecto a la inflación, el último dato del IPC del mes de febrero aumentó a una tasa

REINO UNIDO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2009	2010	2010				2011	
			I	II	III	IV	Enero	Febrero
PIB	-4,9	1,3	-0,3	1,5	2,5	1,5	-	...
Ventas al por menor	1,0	0,4	-0,1	0,9	0,7	0,1	5,3	...
Producción industrial	-10,1	2,1	0,1	1,5	3,0	3,3	4,5	...
Tasa de paro (1)	4,7	4,6	4,9	4,6	4,5	4,5	4,5	4,5
Precios de consumo	2,1	3,3	3,2	3,4	3,1	3,4	4,0	4,4
Balanza comercial (2)	-86,8	-88,7	-83,3	-85,4	-90,6	-95,5	-96,5	...
Tipo de interés líbor 3 meses (3)	1,2	0,7	0,6	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8
Tipo de cambio efectivo nominal de la libra (4)	73,9	80,4	80,4	78,2	81,5	79,3	79,2	80,5

NOTAS: (1) Porcentaje sobre población activa.

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

(3) Promedio del periodo.

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

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

del 4,4% interanual, máximo desde octubre de 2008, mientras que la inflación subyacente presentaba un registro del 3,4%. Nuestra previsión de inflación, que mantenemos para el año 2011, es de un 4,0%.

¿Cuáles son los componentes que empujan la inflación? Los factores son varios pero destacan dos. El primero es el incremento de 2 puntos y medio del impuesto del IVA del 17,5% al 20% que se produjo en enero. En segundo lugar, el Reino Unido no es inmune al incremento de precios del petróleo y del resto de materias primas. No descartamos que en los próximos meses la inflación pueda acercarse al 5%. Pero es muy importante reflexionar sobre si los impactos son permanentes o transitorios, y en ambos casos son de la segunda clase. Esto es importante porque esperamos que la inflación británica acabe el año cercana al 3,6% y que en 2012 el efecto de base ayude a una intensa reducción de la inflación, aunque indudablemente esta mayor inflación supone una erosión de la renta disponible de las familias durante 2011.

Otra variable clave será la reacción del banco central ante el incremento de la in-

flación. El acta publicada sobre una de sus últimas reuniones muestra la división en el seno del Comité de Política Monetaria. Actualmente, el tipo de interés oficial está en el 0,5%, y un miembro propugnaba una subida de 0,5%, otros dos votaron a favor de un alza de sólo 0,25%, por otro lado un miembro prefería incrementar la liquidez vía compra de activos, mientras el resto decidieron que lo mejor era mantener el tipo de interés oficial.

Esta situación refleja la incertidumbre sobre el crecimiento en el Reino Unido. Ante el mal dato de crecimiento del cuarto trimestre creemos que el banco emisor preferirá tener los datos del primer trimestre antes de tomar una decisión. Sin embargo, es probable que, hacia el verano, el Reino Unido tenga un tipo de interés oficial más alto. Es evidente que esta situación provocaría, nuevamente, una reducción de la renta disponible de los consumidores, aunque esta eventualidad ya se ha incorporado en el precio del dinero, como puede comprobarse en las diferentes curvas de tipos de interés (deuda pública y mercado interbancario) que han subido recientemente incorporando esta información.

Impuestos y tipos de interés más altos reducirán la renta disponible de las familias.

El riesgo para el Reino Unido es una revisión de su crecimiento económico a la baja.

Los otros dos factores más importantes son el nuevo presupuesto fiscal que presentará el ministro de Hacienda a finales de marzo y la evolución del comercio exterior. Respecto al primero es importante conocer cuáles serán los incrementos impositivos que permitirán el objetivo del Gobierno de consolidación fiscal, pues permitirá hacer un cálculo del impacto sobre la reducción que supondrá en la renta neta de las familias. Por otra parte, se esperaba que la depreciación de la libra esterlina junto con el mayor crecimiento mundial favorecería el aumento de las exportaciones. Aunque los últimos datos no apuntan a una mejoría de la balanza comercial, el encarecimiento de los productos extranjeros con respecto a los nacionales provocará una sustitución del gasto del consumidor hacia estos últimos que permitirá que este componente aporte positivamente al crecimiento del Reino Unido.

En Europa emergente, la inflación preocupa.

Afortunadamente, durante los próximos meses se dilucidarán buena parte de las in-

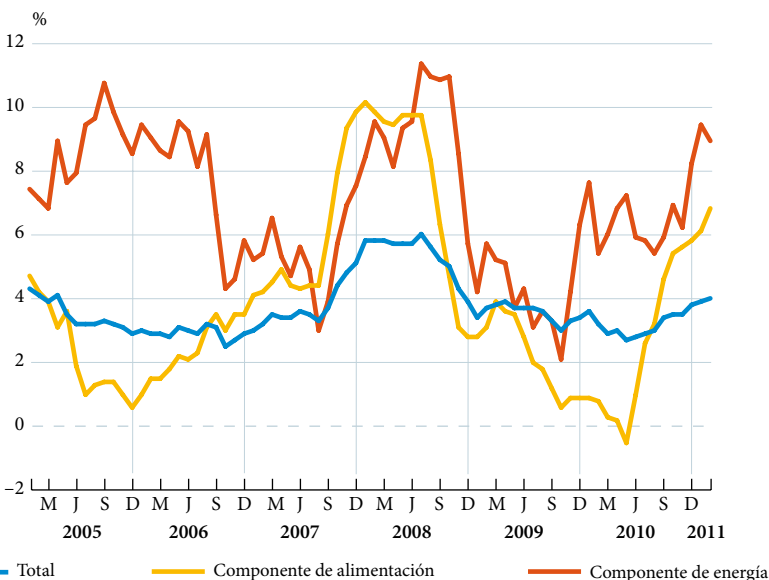
cógnitas y ello permitirá trazar con mayor seguridad una trayectoria de la actividad económica para éste y el próximo año. Pero podemos avanzar que el riesgo es asimétrico, en cuanto es más probable que tengamos que revisar a la baja nuestra previsión de crecimiento del 2,1% para 2011.

Europa emergente: la inflación, ¿un tigre de papel?

El fuerte aumento del precio de las materias primas y, en especial, del petróleo ha suscitado dudas sobre el impacto que dicho proceso tendrá sobre la inflación y el crecimiento en Europa emergente. A fin de poder establecer si esta preocupación exhibe unos fundamentos sólidos o, por el contrario, tiene poca base factual, podemos plantearnos tres interrogantes: ¿se han trasladado ya estas presiones en los precios de origen a los precios de consumo de la región?; ¿se han modificado las expectativas de inflación de los agentes eco-

NOTABLE PRESIÓN INFLACIONISTA DE ALIMENTOS Y ENERGÍA

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



FUENTES: Eurostat y elaboración propia.

nómicos y, en consecuencia, las premisas básicas que regían los desarrollos de política monetaria vistos hasta la fecha?; y, finalmente, ¿se está produciendo este repunte de precios en un contexto de recuperación dinámica o en otro que sugiere pérdida de ritmo económico?

La primera de estas cuestiones se puede responder afirmativamente: la inflación está ya reflejando el repunte de los precios de las materias primas. Tomando como referencia regional la media de los datos de Polonia, la República Checa, Eslovaquia, Hungría y Rumania, los componentes energéticos y, en menor medida, de alimentos han registrado un aumento sensible desde el tramo final de 2010 (véase el gráfico anterior). Las últimas cifras disponibles, referidas a febrero, sitúan el primero de estos agregados en cifras de avance cercanas al 9% interanual, y de más del 7% interanual en el caso del grupo de alimentación. Con todo, el índice general ha experimentado un tensionamiento más contenido, ya que, desde mediados de 2010, la inflación ha pasado del 3% interanual al 4%.

Aunque los datos contemporáneos no se pueden considerar como históricamente elevados, tampoco deberían ser vistos con complacencia. De entrada, más que el nivel de inflación alcanzado, debería preocupar que la dinámica alcista se ha producido en relativamente pocos meses. Además, y esto conecta con la segunda de las cuestiones, la del ajuste de la política monetaria, las cifras alcanzadas en las principales economías de la zona se sitúan en la zona alta de los objetivos de inflación de los respectivos bancos centrales (que, en función del país, se acostumbran a situar entre el 3% y el 4%). Este hecho, por sí solo, no implica una reacción inmediata de la autoridad monetaria, ya que podría ser un registro coyuntural, pero sí que reviste mayor importancia si el choque de precios ha modificado de forma más permanente las expectativas de inflación.

Si asumimos que las previsiones de inflación para 2011 y 2012 que manejan los analistas son una aproximación razonable a dichas expectativas, cabe reconocer que tanto los niveles previstos para la inflación como la revisión al alza hecha en los últimos meses no sugiere un empeoramiento extraordinario.

Con todo, durante los próximos trimestres los precios al consumo crecerán demasiado cerca de los límites superiores de los objetivos de inflación para concluir que la situación está exenta de riesgos.

Todo ello sugiere que los bancos centrales seguirán con el guión previsto para 2011 y 2012 de inicio del proceso de normalización de los tipos de interés de referencia. De cumplirse con lo previsto, a Hungría y Polonia, que ya han iniciado el endurecimiento monetario, se le sumarán antes del verano la República Checa y, en la segunda mitad del año, Rumania. En todos los casos el aumento del tipo de interés será gradual y debería proseguir en 2012.

En definitiva, la respuesta a la segunda de las cuestiones planteadas inicialmente es que parece que las expectativas de inflación apenas se han degradado y que las premisas que informan los desarrollos previstos de normalización monetaria no son excesivamente diferentes a las manejadas meses atrás.

Queda por atender la última de las preguntas planteadas, la referida al contexto de la actividad económica en el que se produce el rebrote inflacionista. No en vano, la valoración definitiva sobre el daño económico del repunte de los precios depende decisivamente de si se produce en una etapa de recuperación dinámica o vacilante. Afortunadamente, Europa emergente se encuadra en la primera de dichas tipologías. Los indicadores disponibles apuntan que, tras una suave desaceleración de la actividad en el cuarto trimestre de 2010, la economía

Ciertamente, los precios de consumo han repuntado...

...aunque no se aprecia, por ahora, un deterioro de expectativas de inflación.

No se prevén cambios en el guión que rige la política monetaria: proceso de normalización paulatino en 2011 y 2012.

Afortunadamente, el repunte inflacionista se da en un contexto de expansión sólida.

está recuperando su dinamismo. Se trata, por tanto, de una clara consolidación de una recuperación que ya tomó fuerza a lo largo de 2010 y que debería mantener una inercia de notable vigor al menos durante la primera mitad del presente ejercicio. En este contexto, el drenaje en el crecimiento que representan unos precios más altos se ve probablemente compensado por una actividad que se expande por encima de lo esperado meses atrás.

De forma implícita, toda la valoración anterior, ampliamente compartida en la re-

gión, depende críticamente de la forma de interpretar el repunte inflacionista en Europa emergente. Hasta la fecha, la interpretación mayoritaria es que se trata de un choque temporal y, por tanto, de efectos relativamente concentrados en el tiempo y de moderado alcance (especialmente porque se produce en el contexto de recuperación sólida antes mencionado). Si la realidad se alejase de esta hipótesis, el escenario sería diferente y ciertamente menos benigno en una región en que el compromiso con la estabilidad macroeconómica es un hito relativamente reciente.

Prociclicidad de la nueva regulación: ¿Dormiremos más tranquilos con los nuevos colchones?

Una de las principales causas de la reciente crisis financiera y económica, citada de manera recurrente, es el carácter procíclico del sistema financiero. Es decir, el hecho de que el sistema financiero no amortigua los ciclos económicos, sino que los acentúa.⁽¹⁾

Este recuadro analiza una de las raíces principales de esta prociclicidad –la falta de ajuste cíclico del capital regulatorio– y evalúa hasta qué punto las nuevas propuestas regulatorias solucionan los problemas detectados.

La propuesta de Basilea III⁽²⁾ introduce dos elementos clave para amortiguar el efecto procíclico: el establecimiento de **colchones de capital** y el cálculo de las provisiones crediticias basándose en la pérdida esperada (**provisiones anticíclicas**). El objetivo es que las entidades constituyan colchones en los momentos de bonanza económica para poder consumirlos, y así compensar las pérdidas crediticias, en momentos de recesión. Así se quiere evitar que las entidades reduzcan la oferta de crédito durante fases bajistas para poder cumplir con las exigencias regulatorias de capital.

En cuanto a los **colchones de capital**, se establecen dos colchones por encima de la nueva exigencia mínima de *core capital* del 4,5% de los activos ponderados por riesgo (APR): uno de «conservación de capital» (2,5% de APR, a discreción de la entidad financiera)⁽³⁾ y otro «contracíclico» (hasta 2,5% de APR, a discreción del regulador nacional). La idea es que, con la plena entrada en vigor de Basilea III en 2019, las entidades puedan hacer oscilar su ratio de *core capital* entre 9,5% en tiempos de bonanza y 4,5% en tiempos de crisis, utilizando hasta 5 puntos porcentuales de capital para amortiguar el efecto de una crisis. Como referencia, en el caso español esto aumentaría la capacidad de asumir pérdidas brutas en hasta 140.000 millones de euros.

(1) Para una discusión exhaustiva del tema véase Gual, J. (2009) «El carácter procíclico del sistema financiero», *Documento de Economía "la Caixa"*, número 14.

(2) Basel Committee on Banking Supervision (2010), «Basel II: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems».

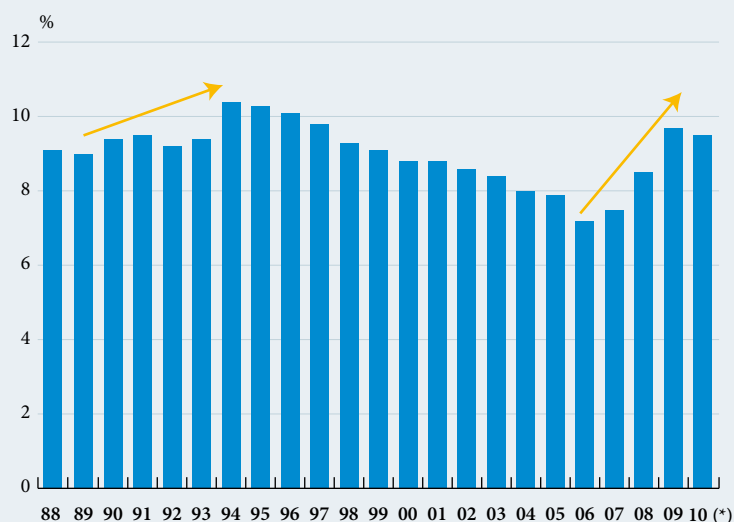
(3) Su incumplimiento tiene como consecuencia restricciones sobre el reparto de dividendos, entre otras.

No obstante, **el consumo de los colchones de capital** no es automático, sino a discreción del supervisor nacional y de la entidad financiera. Por ello es necesario que los supervisores, los Gobiernos y también los mercados realmente permitan que las entidades utilicen estos colchones y reduzcan sus niveles de capital en los años de crisis. Pero ¿aceptarían estos agentes el consumo de los colchones y, por tanto, tal deterioro de capital? Parece más bien que la señal negativa que se emitiría al bajar el nivel de capitalización sería demasiado fuerte y limitaría de manera sustancial la capacidad de acceder a los mercados de capitales por parte de las entidades. En el gráfico siguiente se aprecia que en la última fase expansiva las entidades financieras españolas, a pesar de ir reduciendo su base de *Capital Tier 1*,⁽⁴⁾ preservaron unos amplios colchones al mantenerse siempre muy por encima del nivel regulatoriamente exigido (4% bajo Basilea II para *Capital Tier 1*). Sin embargo, desde el inicio de la crisis en 2007, y tal y como ocurrió en la crisis de los años noventa, no han podido utilizar estos colchones. Es más, se han visto obligadas a aumentar su base de capital para que no se deteriorara aún más la imagen de solvencia. En esta última crisis observamos que muchos analistas internacionales desconfían no sólo de los modelos regulatorios de estimación de riesgos (la base para el cálculo de las exigencias de capital), sino también de las pruebas de estrés efectuadas por los supervisores a nivel europeo. De hecho, en sus propios análisis utilizan escenarios aún más severos y, por lo tanto, aún menos probables. Además exigen que, ya ahora, las entidades guarden suficientemente capital para seguir manteniendo niveles muy superiores a los regulatorios incluso bajo estos escenarios extremos. Obvian el hecho de que estos mínimos regulatorios están justamente pensados para el peor momento del ciclo, una vez consumidos los colchones establecidos. En definitiva, parece poco razonable pensar que en una futura crisis los mercados reaccionen de manera más racional y permitan reducir los niveles de capital, utilizando los colchones acumulados en los años buenos.

Un tipo de colchones que parece haberse podido utilizar mejor durante la última crisis son las **provisiones anticíclicas** del Banco de España. Como se aprecia en el gráfico siguiente, las entidades financieras españolas han ido acumulando provisiones durante la fase alcista del ciclo y las han empezado a utilizar para amortiguar el impacto

CAPITAL TIER 1 DE LOS GRUPOS ESPAÑOLES

En porcentaje de activos ponderados por riesgo



NOTA: (*) Avance del Banco de España en una presentación de su gobernador en febrero de 2011.
FUENTE: Memoria de Supervisión del Banco de España.

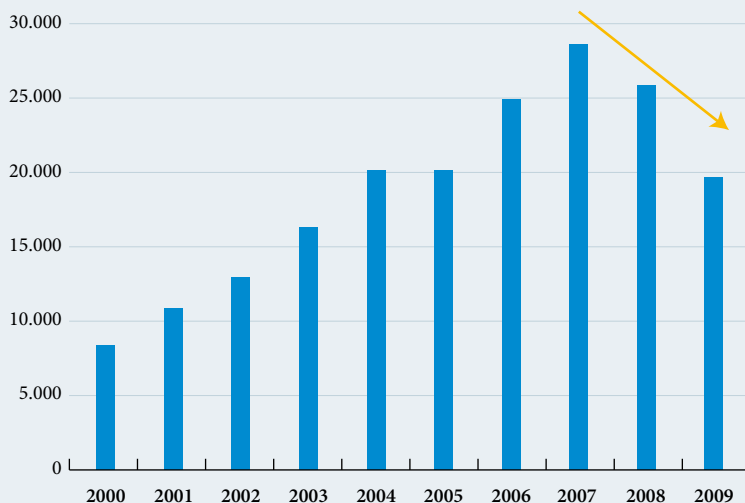
(4) Definición de capital más amplia que el *core capital* al incluir también las participaciones preferentes.

de la crisis en resultados y solvencia a partir de 2007. Esta forma de consumir el colchón parece ser más aceptada por parte del mercado. Son colchones que no forman parte del *core capital* y al consumirlos se convierten en capital al evitar mayores caídas de los beneficios. Además, es un instrumento que –correctamente calibrado– no sólo puede amortiguar el efecto de una crisis *ex post*, como los colchones de capital, sino que además desincentiva el crecimiento crediticio excesivo de las entidades porque discrimina entre instituciones en función del crecimiento de su cartera. La nueva regulación de Basilea III apoya la elaboración de un sistema de provisiones anticíclicas, pero la deja en manos de los organismos de fijación de estándares contables (IASB y FASB). La última propuesta conjunta de estos dos organismos⁽⁵⁾ representa un paso correcto en esta dirección, pero aún deja importantes flecos abiertos. Por un lado, se utilizan conceptos distintos a los del regulador. Por otro lado, el fondo de provisiones a constituir tiene como límite mínimo una estimación de la pérdida esperada de la cartera crediticia para los próximos años (y no una estimación fija del promedio del ciclo como en el caso de las anticíclicas españolas). De esta manera incrementan los requerimientos cuando se inicia la fase bajista del ciclo y se siguen acumulando provisiones en un momento en el que se deberían utilizar para amortiguar el efecto de una desaceleración económica. Como consecuencia, se retrasa el consumo del colchón de provisiones acumulado hasta el inicio de la fase de recuperación, restándole gran parte de su función contracíclica.

En conclusión, para poder dormir realmente mejor con los nuevos colchones, parece necesario realizar un importante esfuerzo de convencimiento de los mercados de la utilidad de estos mecanismos y afinar aún más la propuesta de provisiones anticíclicas por parte de IASB y FASB.

PROVISIONES ANTICÍCLICAS (*)

En millones de euros



NOTA: (*) Estimación en base a datos del Banco de España. Infraestima el consumo real al incluir además de las provisiones genéricas también las específicas para la administración pública, los sectores no residentes y los riesgos contingentes. En una publicación reciente (febrero de 2011), el Banco de España cifra el consumo de la provisión genérica entre diciembre de 2007 y septiembre de 2010 en unos 16.000 millones de euros.

FUENTE: Capítulo 4.07 del Boletín Estadístico del Banco de España.

(5) IASB, IFRS (2011), «Financial Instruments: Impairment - Supplement to ED/2009/12 – Financial Instruments: Amortised Cost and Impairment», enero de 2011.

*Este recuadro ha sido elaborado por Matthias Bulach
Departamento de Análisis Económico, Área de Estudios y Análisis Económico, "la Caixa"*

MERCADOS FINANCIEROS

Mercados monetarios y de capital

Tranquilidad pese a los *shocks*

Si en febrero los mercados financieros se vieron perturbados por el conflicto socio-político de los países del norte de África y Oriente Medio, en marzo hay que añadir, lamentablemente, la catástrofe natural sufrida por Japón. La transmisión internacional del impacto de estos factores tiene lugar a través de dos canales básicos. Primero, el encarecimiento de las materias primas –principalmente del crudo–, que es importante por los riesgos que suscita en materia de inflación y de crecimiento global. Segundo, el hecho de que ambos acontecimientos estén sujetos a una gran incertidumbre, dado que son difícilmente cuantificables, constituye una amenaza para la confianza de los inversores y para la estabilidad financiera.

No obstante, el comportamiento observado durante el primer trimestre de 2011 en los mercados financieros ha sido bastante satisfactorio si se compara con el mismo periodo del año anterior. Esto se debe a la buena evolución de las variables macroeconómicas de cada región, así como a las actuaciones coordinadas entre las autoridades monetarias y los Gobiernos. Todo indica que los agentes, a la hora de realizar sus inversiones, parecen estar descontando que continuará la consolidación del crecimiento económico global, con niveles de inflación contenidos y condiciones de liquidez relativamente holgadas. De cara al medio plazo, todo apunta a que el progresivo afianzamiento de este escenario económico debería venir acompañado por una normalización de las políticas monetarias, que no debería socavar las revalorizaciones de los índices bursátiles.

Aún así, es necesario resaltar, una vez más, los matices generados por las diferencias cíclicas y estructurales entre las distintas regiones económicas, dado que los desiguales ritmos de crecimiento conllevan diferentes decisiones de política monetaria, con reacciones dispares en los mercados de divisas, renta fija y renta variable.

En cuanto a la eurozona, no puede dejar de destacarse que la evolución de la crisis de deuda soberana de la periferia se encuentra en una fase clave para su resolución, tras las distintas cumbres celebradas por los máximos líderes políticos. En concreto, los avances en las atribuciones y funcionamiento del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera, así como la aprobación del Pacto del Euro Plus, junto a la disciplina fiscal, están logrando restablecer la confianza de los inversores en los activos españoles.

La Fed se orienta al crecimiento, el BCE preocupado por la inflación

La economía mundial continúa avanzando a buen ritmo, liderada por los países emergentes y apoyada en la progresiva recuperación tanto de Estados Unidos como de Europa. Sin embargo, los recientes acontecimientos políticomilitares y naturales distorsionan negativamente el balance de riesgos, situación que dificulta la toma de decisiones económicas, en particular las referidas a la política monetaria. Por una parte, está el creciente riesgo geopolítico de Oriente Medio y el norte de África, que tiene un impacto directo sobre el precio del petróleo y, por extensión, en la inflación y la actividad económica de los distintos países, en magnitudes inciertas y

La irrupción del conflicto de los países árabes y el seísmo en Japón centran la atención de los inversores globales.

El aumento de las expectativas de crecimiento económico confiere soporte a la confianza de los inversores.

La evolución de la crisis de deuda soberana de la periferia europea entra en una fase clave para su resolución.

La Fed sigue apostando por la política monetaria laxa y la compra de bonos, pero sin descuidar la inflación.

Por el contrario, el BCE anuncia posibles subidas de los tipos oficiales con el fin de lograr la estabilidad de precios.

Los bancos centrales de las economías emergentes endurecen sus políticas económicas ante el repunte de la inflación.

dispares. Desde mediados de 2010 el precio del petróleo ha aumentado cerca de un 40%. El consenso de los analistas económicos estima que dicho incremento puede sustraer entre un 0,2% y un 0,4% al PIB de los países desarrollados (los del G-7) durante los próximos trimestres, pero está por ver la duración y magnitud que finalmente alcanzan las tensiones en el mercado del crudo. Por otra parte, se añade el impacto negativo que se pueda derivar del *tsunami* que asoló Japón y el posterior accidente nuclear de Fukushima. En principio la mayoría de los analistas restringen a Japón los efectos directos de importancia. Sin embargo, y aunque sea difícil de calibrar, no debe menospreciarse el impacto de estos acontecimientos sobre la confianza de los inversores.

En este entorno global, la Reserva Federal (Fed) comienza a mostrar una visión ligeramente más optimista con relación a las variables relevantes que determinarían el momento de iniciar un giro en la política monetaria convencional y no convencional. En relación con la actividad, la institución ha señalado que la recuperación «continúa a paso firme», al tiempo que destacaba que las condiciones del mercado laboral «parecen estar mejorando gradualmente». Hay que tener en cuenta que en enero del presente año el calificativo del banco emisor acerca de la actividad era de «insuficiente» para impulsar la creación de empleo de forma sostenida. En el apartado de la inflación general, la Fed considera que no se producirán efectos de segunda ronda tras la subida del precio de las materias primas energéticas en los últimos meses, pero que es un factor que vigilará de cerca. Bajo este escenario, la Fed anunció que mantiene intacto el programa de compra de bonos, con el propósito de consolidar e impulsar la mejoría. La mayoría de economistas apoya la visión de que la institución presidida por Ben Bernanke mantendrá el *statu quo* en materia de tipos oficiales y gestión del balance du-

rante unos meses, y continuará apelando a la política de comunicación como principal herramienta a la hora de guiar los mercados. Cabe esperar que, ya de cara al verano, la entidad proceda a explicar las líneas de actuación que adoptará una vez la recuperación esté asentada, que deberían incluir una hoja de ruta para la retirada progresiva de los estímulos actualmente en vigor.

En la zona del euro, el Banco Central Europeo (BCE), por medio de su presidente, Jean-Claude Trichet, sorprendió a los mercados en la rueda de prensa posterior a la reunión del Consejo de Gobierno del 3 de marzo. Trichet manifestó explícitamente la incomodidad de la institución acerca del reducido nivel de los tipos de interés oficiales y la necesidad de normalizarlos. La principal razón para el contundente cambio de tono realizado por el BCE es la de mantener las expectativas de inflación a medio y largo plazo firmemente ancladas en un nivel adecuado. Estas declaraciones provocaron un cambio radical en las previsiones de los inversores, que ahora están anticipando que el banco central dará inicio a las subidas de los tipos oficiales durante la primavera. Además, Trichet, amparándose en el «principio de separación» entre el mandato de mantener la estabilidad de precios (cuyo instrumento son los tipos de interés) y la necesidad de asegurar el adecuado funcionamiento de los mercados financieros (a través de la provisión de liquidez), confirmó que se mantendrá durante un trimestre más la política de adjudicación total en las subastas de préstamos a siete días, un mes y tres meses.

En general, la coyuntura en los países emergentes no ha variado sustancialmente y las autoridades económicas centran sus esfuerzos en contener las presiones inflacionistas de corto plazo derivadas de la importante subida en el precio de las materias primas energéticas y alimenticias y en anclar las expectativas de inflación de medio

y largo plazo. En esta línea, los bancos centrales continúan restringiendo la política monetaria y aceptando una progresiva apreciación de sus monedas. En el caso de China, la autoridad monetaria ha optado por incrementar la ratio de reservas obligatorias de los bancos comerciales, hasta el 20%. Los bancos emisores de India, Corea del Sur, Brasil o Chile, entre otros, han optado por incrementar el tipo rector. Si bien el proceso de endurecimiento monetario está siendo gradual, la opinión que prevalece en los mercados es que la estrategia adoptada por los bancos emisores logrará contener los efectos de segunda ronda que amenazan la estabilidad económica. El principal riesgo que subyace –particularmente para China– es que el ritmo de la restricción sea demasiado moderado e in-

suficiente para evitar el sobrecalentamiento económico, un entorno poco deseable, ya que podría acabar desembocando posteriormente en una desaceleración brusca del crecimiento.

En este contexto global, caracterizado por presiones inflacionistas al alza, los mercados interbancarios en dólares y en euros siguen registrando un comportamiento dispar. En el caso de los tipos de interés libor en dólares, las expectativas de los mercados indican que la estabilidad actual continuará siendo la nota dominante a lo largo de los próximos meses. La decisión de la Fed de mantener los tipos oficiales muy bajos y la abundante liquidez inyectada favorecen esta situación. Por el contrario, y a raíz de la contundencia en el men-

El mercado interbancario europeo refleja el aumento de las expectativas de subidas de tipos de interés.

TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO EN LOS MERCADOS NACIONALES

En porcentaje anual

	Zona del euro			Estados Unidos		Japón	Reino Unido		Suiza
	Subastas BCE (2)	Euribor (5)		Nivel objetivo de Reserva Federal (3)	Tres meses (5)	Tres meses (5)	Tipo de intervención Banco de Inglaterra (4)	Tres meses (5)	Tres meses (5)
		Tres meses	Un año						
2010									
Marzo	1,00	0,63	1,21	0,25	0,29	0,24	0,50	0,65	0,28
Abril	1,00	0,66	1,24	0,25	0,35	0,24	0,50	0,68	0,21
Mayo	1,00	0,70	1,26	0,25	0,54	0,25	0,50	0,71	0,13
Junio	1,00	0,77	1,31	0,25	0,53	0,24	0,50	0,73	0,28
Julio	1,00	0,90	1,42	0,25	0,45	0,24	0,50	0,75	0,42
Agosto	1,00	0,89	1,42	0,25	0,30	0,24	0,50	0,73	0,59
Septiembre	1,00	0,89	1,43	0,25	0,29	0,22	0,50	0,73	0,32
Octubre	1,00	1,03	1,52	0,25	0,29	0,20	0,50	0,74	0,23
Noviembre	1,00	1,03	1,53	0,25	0,30	0,19	0,50	0,74	0,20
Diciembre	1,00	1,01	1,51	0,25	0,30	0,19	0,50	0,76	0,20
2011									
Enero	1,00	1,07	1,64	0,25	0,30	0,19	0,50	0,78	0,26
Febrero	1,00	1,09	1,77	0,25	0,31	0,19	0,50	0,80	0,10
Marzo (1)	1,00	1,19	1,95	0,25	0,31	0,20	0,50	0,81	0,29

NOTAS: (1) Día 24.

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

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

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

(5) Tipo de interés interbancario.

FUENTES: Bancos centrales nacionales, Bloomberg y elaboración propia.

Los mercados de deuda pública han recibido el conflicto de los países árabes y el terremoto de Japón con aumentos de la volatilidad.

saje de Trichet, el mercado de tipos interbancarios en euros ha reaccionado al alza, principalmente el euríbor a 12 meses, que se elevó desde el 1,77% al cierre de febrero hasta niveles superiores al 1,9% en marzo. La gran mayoría de analistas han elevado las previsiones para los tipos interbancarios europeos. Sin embargo, es probable que los niveles alcanzados en marzo se consoliden durante unos meses, para volver a retomar una tendencia alcista ya en la segunda mitad de año, a medida que la restricción monetaria del banco emisor esté plenamente en marcha.

Factores temporales inciden sobre los mercados de deuda pública

En las últimas semanas, la deuda soberana ha acusado el conflicto geopolítico en Oriente Medio y los acontecimientos en Japón. Las *yields* o tasas internas de rentabilidad de la deuda pública a nivel global han

registrado una fuerte volatilidad y un sesgo a la baja durante el mes de marzo, consecuencia de estos factores temporales de corto plazo y no tanto por un cambio en las perspectivas macroeconómicas de medio y largo plazo. En el caso de Estados Unidos, la caída de las *yields* a dos y diez años –hasta niveles del 0,53% y 3,15%, respectivamente– se ha producido en dos fases. La primera estuvo asociada a una mera corrección técnica tras el fuerte repunte de las *yields* durante finales de febrero y comienzos de marzo. La segunda, responde a la «huida hacia la calidad» por parte de los inversores, a raíz del terrible terremoto y del *tsunami* que asoló Japón y la intervención de las potencias occidentales en Libia. Esta última fase también alcanzó a las tasas de rentabilidad de los bonos alemanes a 2 y 10 años, que se redujeron hasta el 1,47% y el 3,09%, respectivamente. A finales de marzo, la incertidumbre geopolítica y nuclear comenzó a disiparse, situación que apuntaló la confianza e impulsó el

TIPOS DE INTERÉS A LARGO PLAZO EN LOS MERCADOS NACIONALES

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

	Alemania	Francia	España	Italia	Estados Unidos	Japón	Reino Unido	Suiza
2010								
Marzo	3,09	3,42	3,82	3,98	3,83	1,40	3,94	1,88
Abril	3,02	3,29	4,03	4,02	3,65	1,29	3,85	1,78
Mayo	2,66	2,92	4,26	4,14	3,28	1,27	3,58	1,54
Junio	2,58	3,05	4,56	4,09	2,93	1,09	3,36	1,48
Julio	2,67	2,95	4,21	3,95	2,91	1,07	3,33	1,46
Agosto	2,12	2,47	4,05	3,83	2,47	0,97	2,83	1,13
Septiembre	2,28	2,66	4,12	3,88	2,51	0,94	2,95	1,40
Octubre	2,52	2,91	4,21	3,94	2,60	0,94	3,08	1,49
Noviembre	2,67	3,15	5,50	4,67	2,80	1,19	3,23	1,56
Diciembre	2,96	3,36	5,45	4,82	3,29	1,13	3,40	1,72
2011								
Enero	3,16	3,53	5,37	4,72	3,37	1,22	3,66	1,87
Febrero	3,17	3,55	5,39	4,84	3,43	1,26	3,60	1,90
Marzo (*)	3,23	3,59	5,18	4,76	3,35	1,22	3,56	1,85

NOTA: (*) Día 24.
FUENTE: Bloomberg.

apetito de los inversores por los activos de mayor riesgo y, por ende, llevó las rentabilidades de la deuda soberana de los países centrales hasta niveles algo más altos, reflejando de forma más precisa las perspectivas de sólido crecimiento global y moderado incremento de los riesgos inflacionistas.

En Estados Unidos, cabe esperar que, conforme se acerque el final del programa de compra de bonos de la Fed (previsto para junio) y se comunique el nuevo rumbo de la política monetaria, las rentabilidades retomarán la senda alcista. En este proceso existen, principalmente, dos riesgos que podrían acentuar el movimiento. El primero es la inflación, sobre el que la Fed ha manifestado estar muy alerta. El segundo, crucial para que no se produzca una pérdida de confianza por parte de los inversores, es el de acometer la necesaria consolidación fiscal que asegure la sostenibilidad a medio-largo plazo.

En el caso de Europa, en concreto de los países centrales, las condiciones existentes apuntan a una consolidación de niveles durante la primavera, que dará paso en la segunda mitad del ejercicio a una moderada senda alcista. Esto afectaría tanto a los tipos de largo como a los de corto plazo, acompañando el proceso de restricción monetaria del BCE. Respecto a las primas de riesgo de países como España e Italia, la paulatina reducción que se viene observando indica que los agentes valoran de forma muy positiva las medidas de la Unión Europea para mejorar la gobernanza económica y financiera de la región. Esta nueva realidad contribuirá a reducir las primas de riesgo soberanas de los países periféricos, si bien países como España lo harán en mayor medida que otros que registran abultados ratios de endeudamiento, como Grecia, Irlanda y Portugal.

Cooperación internacional para frenar la apreciación del yen

Como viene siendo tónica habitual desde principios de año, el mercado de divisas ha seguido mostrando, en líneas generales, una notable estabilidad, salpicada no obstante de algunos episodios inesperados. Así, a comienzos de marzo la tranquilidad se vio alterada por las declaraciones del presidente del BCE adelantando los planes de subidas de tipos y, posteriormente, por el seísmo de Japón. En cualquier caso, la dinámica de los tipos de cambio está reflejando de forma más equilibrada la evolución de los datos económicos entre las principales regiones económicas (básicamente, entre países emergentes y desarrollados), lo que ha facilitado una reducción de la volatilidad en estos mercados.

En el caso del euro, el cambio de expectativas de los inversores acerca de que el BCE subiría en breve los tipos oficiales, alimentadas por reiteradas declaraciones de importantes miembros de la institución, junto con la razonable evolución de la crisis de deuda soberana de la periferia europea, han sido los factores responsables de la apreciación del euro hasta los 1,41 dólares, lo que supone más de un 2,5% entre la última reunión del BCE y el final de mes.

Respecto al yen japonés, los trágicos acontecimientos provocaron una intensa apreciación de esta divisa frente al dólar, alcanzando máximos históricos (76,25 yenes por dólar). Este fuerte movimiento fue debido al aumento de las expectativas de repatriación de ahorro japonés invertido en activos extranjeros. Ante esta coyuntura, y como medida extraordinaria, los bancos centrales de los países miembros del G-7 acordaron llevar a cabo una intervención conjunta en el mercado de divisas, la primera en diez años. La consigna fue la de

En la eurozona, los avances en la resolución de la crisis de deuda soberana dan soporte a la estabilización de las rentabilidades de la deuda pública española.

El tipo de cambio del euro se aprecia, alimentado por las expectativas de subidas de tipos.

La actuación monetaria conjunta del G-7 reduce las presiones alcistas sobre el yen.

TIPOS DE CAMBIO DE LAS PRINCIPALES MONEDAS

24-03-2010

	Tipo de cambio	% variación (*)		
		Mensual	s/diciembre 2010	Anual
Frente al dólar de EEUU				
Yen japonés	80,9	-1,2	-0,2	-14,1
Libra esterlina	0,618	0,3	3,5	8,1
Franco suizo	0,912	-1,6	-2,6	-17,7
Dólar canadiense	0,979	-0,4	-2,0	-4,9
Peso mexicano	11,995	-1,3	-2,9	-4,9
Frente al euro				
Dólar de EEUU	1,410	-2,2	-5,4	-5,9
Yen japonés	114,1	0,9	4,9	-7,7
Franco suizo	1,286	0,6	2,7	-11,1
Libra esterlina	0,872	1,9	1,6	-2,8
Corona sueca	8,934	1,4	-0,6	-8,5
Corona danesa	7,457	0,0	0,0	0,2
Zloty polaco	4,025	1,1	1,5	3,3
Corona checa	24,42	-0,4	-2,4	-4,0
Forint húngaro	268,6	-1,9	-3,8	1,8

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

FUENTE: Bloomberg.

Como consecuencia de las inestabilidades internacionales, se produjo un aumento de los *spreads* de crédito.

vender yenes, con el fin de aliviar las penurias de la economía japonesa. Como resultado de esta actuación del G-7, el tipo de cambio del yen se depreció cerca de un 3%, para situarse en torno de los 80 yenes por dólar al cierre del mes.

Los bonos *high yield* siguen brillando

El mercado de renta fija privada global ha mostrado un comportamiento favorable en marzo, aunque sujeto temporalmente, como no podía ser de otra forma, a los episodios de inestabilidad derivados de los trágicos eventos en África y Japón. Como ya se ha señalado, dichos factores provocaron una caída selectiva de las rentabilidades de la deuda soberana de máxima calidad y, por tanto, un incremento en los *spreads* de crédito. Esto supuso interrumpir transitoriamente la reducción que se

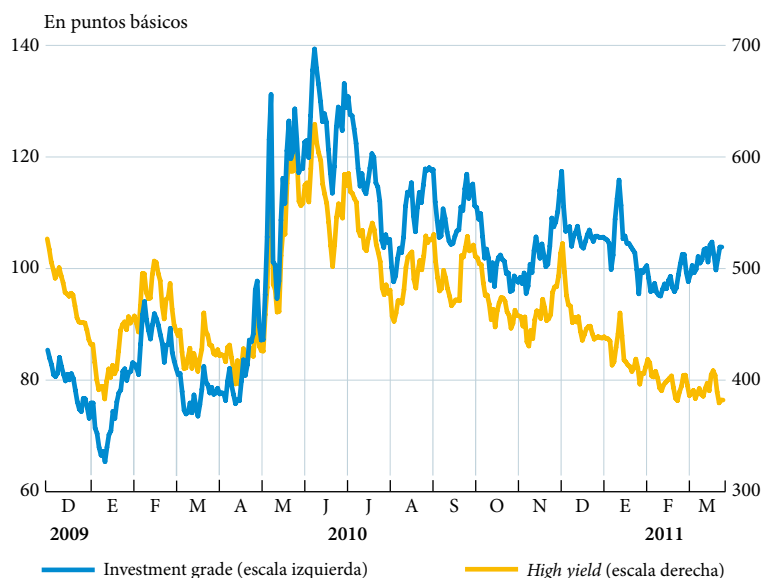
venía produciendo desde la primavera del año pasado. No obstante, una vez se han ido asimilando los posibles efectos del desastre natural japonés, los diferenciales de crédito han vuelto a retomar con facilidad la senda bajista, demostrando la fortaleza que desde hace meses exhiben los mercados de bonos corporativos.

En efecto, superados al menos parcialmente los episodios de inestabilidad, el descenso de los riesgos crediticios de las empresas ha continuado inexorable, tanto en Estados Unidos como en la eurozona. Se ha producido, una vez más, un mayor estrechamiento en el segmento de *high yield*, hasta el punto de que las rentabilidades de estos bonos corporativos se han situado cerca de mínimos históricos. Aprovechando esta circunstancia, los inversores han optado por aumentar el volumen de sus carteras en esta clase de activos.

El segmento de bonos de alto riesgo sigue inmerso en una espiral de descenso de las rentabilidades.

EVOLUCIÓN DE LAS PRIMAS DE RIESGO CORPORATIVAS EN LA EUROZONA

Índices Markit iTraxx a 5 años



FUENTE: Bloomberg.

Desde el punto de vista de los emisores, cabe destacar que, en el caso de Estados Unidos, la laxitud que sigue predicando la Reserva Federal brinda a las compañías una oportunidad, que no están dejando pasar, de emitir bonos con garantías débiles y tipos de interés muy reducidos, dado que los inversores están rebajando sus exigencias ante el marco general de bajos tipos de interés en los productos tradicionales alternativos (depósitos bancarios y deuda pública). Aun así, dentro del amplio abanico de activos de la renta fija corporativa, lo cierto es que los gestores pueden encontrar todavía oportunidades interesantes, enfatizando, eso sí, la selección según áreas geográficas y emisores.

En el caso de la eurozona, los avances logrados en las últimas reuniones de los jefes de Estado sobre el nuevo marco de gobernanza económica y financiera ha encaminado la crisis de deuda soberana de la periferia hacia una resolución satisfactoria, lo que está favoreciendo el descenso de las

primas de riesgo de crédito corporativo. A ello hay que sumar la tendencia de mejora en la confianza de los inversores, sobreponiéndose a contratiempos puntuales como los acontecidos en marzo, de manera que se han incrementado nuevamente los flujos de capital hacia el mercado de bonos corporativos. En la fase actual, se observa una preferencia por la deuda del sector bancario y asegurador de la eurozona, muy castigado durante los momentos más severos de la crisis de deuda soberana.

A pesar de las adversidades, las perspectivas para la bolsa son favorables

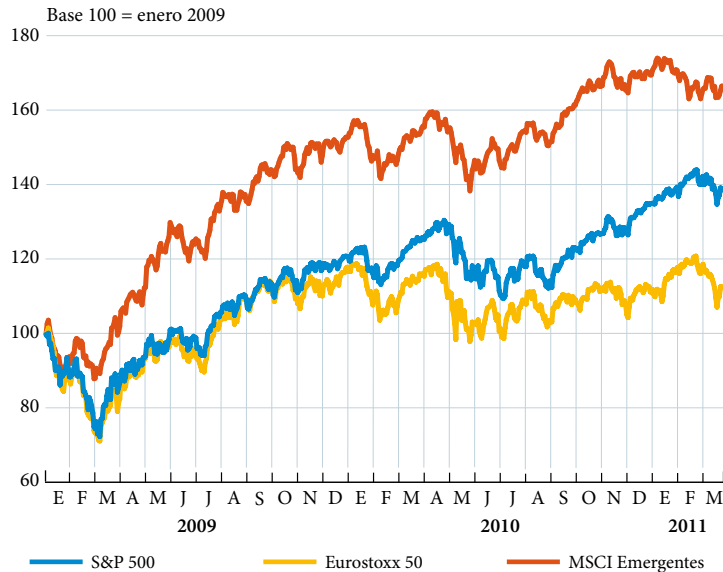
El contexto bursátil mundial no ha sido ajeno al convulso entorno internacional de marzo. Sin embargo, gracias al soporte que le confiere la consolidación de las expectativas de crecimiento económico global y la bonanza del ciclo empresarial, las pérdidas han sido limitadas. Si bien se han

Los acuerdos para solucionar la crisis de deuda soberana europea favorecen el atractivo de los bonos del sector bancario.

Las perspectivas de crecimiento económico y el ciclo expansivo empresarial dan soporte a las bolsas.

EVOLUCIÓN DE LAS PRINCIPALES BOLSAS INTERNACIONALES

Índices de bolsas



FUENTE: Bloomberg.

Las mejores expectativas de retorno de los índices de las economías avanzadas comienzan a atraer mayores flujos inversores.

producido repuntes puntuales de la volatilidad, los inversores, tras haber sopesado los efectos de los riesgos descritos anteriormente, han vuelto progresivamente a la renta variable en detrimento de otros activos con rentabilidades esperadas menos atractivas.

En marzo se ha observado una pausa en el peor comportamiento relativo de las bolsas emergentes en relación con las desarrolladas. Dado que las condiciones económicas que rodean las economías emergentes no han cambiado, esto parece ser un hecho puntual ligado a los trágicos eventos del mes que podría no repetirse en el futuro. Debe tenerse en cuenta que la necesidad de mantener bajo control las presiones inflacionistas indica que la normalización de las políticas monetarias en las economías emergentes continuará, y esto supone un lastre para la revalorización de sus índices bursátiles. Además, las mayores expectativas de retorno que ofrecen los índices de los países industrializados –reflejando las

mejores perspectivas económicas– deberían generar un trasvase de flujos desde los emergentes, hecho que acentuaría nuevamente el desacoplamiento. Cabe señalar que los avances realizados en materia de disciplina fiscal en la eurozona, centrados en mejorar la estabilidad y el fortalecimiento del sistema financiero de la región, están obteniendo el beneplácito de los inversores y analistas, convirtiéndose en un soporte adicional.

En este contexto, las perspectivas para los mercados de renta variable globales se presentan favorables de cara al medio plazo. Las previsiones de la gran mayoría de economistas apuntan hacia una consolidación del crecimiento económico global, que restaurará la confianza de los inversores y de los empresarios, dará continuidad a la expansión del ciclo empresarial, e inducirá una disminución paulatina de los riesgos de crédito. Todo ello debería apoyar un proceso de revalorización de la renta variable. Aun así, se debe reconocer la existencia de

De cara al medio plazo, los factores económicos y empresariales refuerzan el atractivo de la renta variable.

riesgos en el corto plazo que podrían generar incertidumbre y correcciones puntuales en la trayectoria de los principales parqués. Entre estos elementos destacarían el

agravamiento de alguno de los riesgos geopolíticos, así como un rebrote (poco probable) de la crisis de deuda soberana en el seno de la eurozona.

ÍNDICES DE LAS PRINCIPALES BOLSAS MUNDIALES

24-03-2011

	Índice (*)	% variación mensual	% variación acumulada	% variación anual
Nueva York				
<i>Dow Jones</i>	12.086,0	0,1	4,4	11,5
<i>Standard & Poor's</i>	1.297,5	-0,7	3,2	11,1
<i>Nasdaq</i>	2.698,3	-1,4	1,7	12,5
Tokio	9.435,0	-9,7	-7,8	-12,8
Londres	5.805,9	-1,9	-1,6	2,3
Zona del euro	2.858,5	-3,1	2,4	-1,6
<i>Fráncfort</i>	6.811,5	-4,5	-1,5	12,8
<i>París</i>	3.903,0	-2,7	2,6	-1,2
<i>Ámsterdam</i>	359,4	-1,2	1,4	5,2
<i>Milán</i>	21.687,0	-1,2	7,5	-4,9
<i>Madrid</i>	10.569,4	-0,7	7,2	-2,7
Zúrich	6.240,6	-4,2	-3,0	-9,3
Hong Kong	22.915,3	1,4	-0,5	9,1
Buenos Aires	3.348,8	-1,0	-5,0	37,3
São Paulo	67.795,5	1,3	-2,2	-1,6

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

FUENTE: Bloomberg.

La regulación del mercado de CDS: buscando el equilibrio entre estabilidad y eficiencia

Los mercados de derivados, y en particular los derivados de crédito, han jugado un papel importante en distintos episodios a lo largo de la crisis económica y financiera de los últimos años. La opinión dominante entre las autoridades es que contribuyeron a desestabilizar el sistema y agravar las tensiones, de manera que en el transcurso de 2010 se pusieron en marcha diversas iniciativas internacionales y locales para la reforma de su regulación, que deben culminar en los próximos meses. Como es frecuente en materia financiera, el conflicto entre estabilidad y eficiencia rodea el debate sobre las ventajas y los inconvenientes de las nuevas normas.

Los derivados de crédito son instrumentos cuyo valor depende (de ahí el término «derivado») del riesgo de crédito (impago de un compromiso de deuda) existente en otro activo (denominado «subyacente»), como por ejemplo un

bono o un préstamo. En los últimos años, los derivados de crédito más importantes han sido los *Credit Default Swap* (CDS) y las *Collateralized Debt Obligations* (CDOs), presentes de forma destacada tanto en la crisis de las hipotecas *subprime* en Estados Unidos de 2007, como en el cuasi-colapso del sistema bancario en otoño de 2008 y, ya contemporáneamente, en las tensiones sobre la deuda soberana de los países periféricos de la eurozona. Mientras que las CDOs prácticamente están desapareciendo bajo el estigma del fiasco *subprime*, los CDS se han erigido en un instrumento básico y fundamental para la gestión del riesgo de crédito, acaparando la atención de los reguladores.

En esencia, un CDS es un contrato derivado por el cual una parte (el comprador) paga una prima periódica a otra parte (el vendedor) durante un cierto plazo, a cambio de un pago por parte de ésta en caso de que una determinada empresa o gobierno (la entidad de referencia) incumpla sus obligaciones durante ese periodo. Este pago contingente abarca la diferencia entre el valor nominal del activo subyacente (los bonos emitidos por la entidad de referencia) y su valor de mercado tras el eventual incumplimiento. Así pues, este instrumento puede utilizarse para cubrir el riesgo de una cartera de bonos preexistente (comprando CDS), o para crear una exposición al riesgo de crédito (vendiendo CDS). Pero también es posible comprar el CDS sin poseer simultáneamente el activo subyacente, situación que recibe el nombre de «descubierta» o *naked*.

Hasta la crisis, la concepción preponderante entre inversores, académicos y reguladores enfatizaba que los CDS permiten aumentar sensiblemente la eficiencia del mercado financiero y de la economía, al mejorar el proceso de descubrimiento de precios, redistribuir los riesgos hacia los agentes dispuestos y capacitados para soportarlos, y completar los mercados ampliando las posibilidades de selección de cartera. Y todo ello con unos costes de transacción muy bajos. Con esto argumentos, la posición de las autoridades fue de *laissez-faire*, manteniéndose al margen de un mercado que fue creciendo en base a la iniciativa privada, con prácticas y costumbres emanadas de los propios participantes, y sin apenas regulación ni supervisión pública.

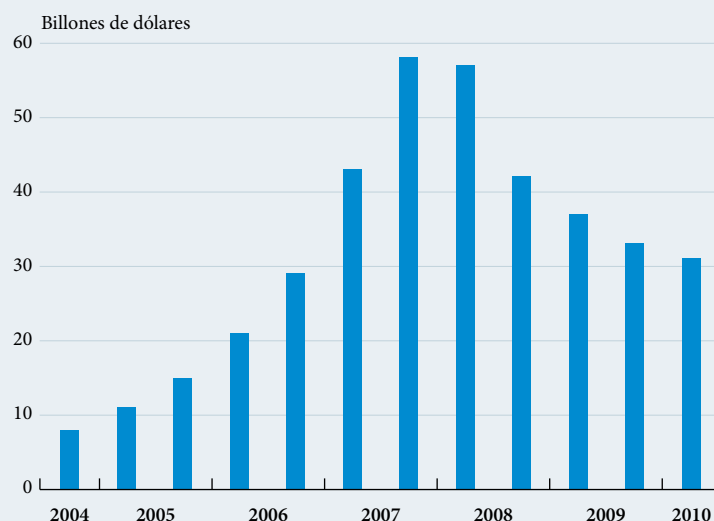
Bajo estas condiciones, en los cinco años previos a la crisis, el mercado internacional de CDS experimentó un crecimiento extraordinario, literalmente exponencial en algunas rúbricas. En parte, esta expansión parecía razonable dado que se partía de niveles muy bajos al tratarse de un instrumento novedoso y de gran utilidad, justo en una etapa en que el ciclo económico y crediticio era claramente alcista. Pero en parte era una consecuencia de la forma de negociación de los CDS: mediante acuerdos bilaterales OTC (*over-the-counter*), es decir, sin la presencia de una cámara central ni para la contratación ni para la liquidación. Esto significaba, en la mayoría de operaciones de hace unos años, que las contrataciones se realizaban verbalmente entre las dos partes, las confirmaciones se hacían por fax o vía similar, los registros tenían escaso formalismo y no eran de alcance público, y las liquidaciones se dejaban al criterio y discreción de los implicados.

Este tipo de funcionamiento propició, como se ilustra en el gráfico siguiente, que el valor nominal bruto de los contratos CDS se disparase, habida cuenta que, por ejemplo, la manera para un determinado agente de deshacer una posición vendida en un contrato CDS específico no era mediante la recompra de dicho contrato (lo que sólo sería posible si la contraparte original se aviniese a ello), sino comprando otro contrato análogo y adicional con una nueva contraparte. La consecuencia fue un crecimiento desmesurado y desordenado, que aumentaba enormemente los riesgos de contraparte y de concentración. Especialmente preocupante era la amenaza de desestabilización del conjunto del sistema (riesgo sistémico), en tanto que problemas inicialmente localizados en una entidad podrían fácilmente derivar en un efecto dominó de arrastre, como finalmente se planteó en los casos de la quiebra de Lehman Brothers y del rescate *in extremis* de la aseguradora AIG.

Efectivamente, al estallar las tensiones durante 2008 y 2009, la sensación generalizada era que el mercado de CDS se encontraba fuera no sólo del control sino incluso del mero conocimiento de las autoridades, invadido por la

EL TAMAÑO DEL MERCADO DE CDS CRECIÓ DE FORMA ESPECTACULAR

Saldo vivo del valor nocional bruto



FUENTE: BIS.

opacidad y vulnerable desde varios frentes. Bajo el impulso del G-20 se han lanzado varios proyectos de reforma, entre los que destacan los promovidos por los reguladores de Estados Unidos y de la Unión Europea. Aunque hay diferencias importantes entre ambos, las líneas básicas de actuación son parecidas, y a efectos de presentación pueden agruparse en tres grandes áreas estrechamente entrelazadas.

En primer lugar, las medidas para corregir los problemas de infraestructura y de falta de transparencia, como por ejemplo el fomento de la confirmación electrónica y los registros electrónicos, la estandarización de los contratos (como parte del refuerzo de la infraestructura legal), la creación de bases de datos sobre posiciones vivas (por ejemplo, el proyecto *Trade Information Warehouse* de DTCC), así como el establecimiento de obligaciones de revelación de información (*disclosure*) para los participantes en el mercado. En este ámbito, las iniciativas de las autoridades cuentan con el respaldo mayoritario tanto de las entidades participantes como de los economistas académicos. No obstante, no faltan las objeciones. La más destacada es el argumento de que un excesivo nivel de detalle en las obligaciones de *disclosure* es contraproducente, en la medida que puede inhibir algunas actuaciones que, en principio, contribuirían a mejorar la eficiencia del sistema. Igualmente, una estandarización rígida impide cubrir o gestionar con precisión la enorme variedad de riesgos de crédito existentes.

En segundo lugar, las medidas para mitigar riesgos de contraparte y de concentración. Éste es posiblemente el ámbito más trascendente y, afortunadamente, se está encarando con un grado de consenso razonable entre reguladores y participantes. Dos son los elementos básicos de mejora: el establecimiento de cámaras centrales de contrapartida (CCP o *Central Counterparties*) en la contratación y liquidación, y el reforzamiento de los requisitos de garantía (*collateral*). Es casi unánime la opinión de que las CCP constituyen una alternativa preferible al sistema de contratación OTC bilateral que tantos temores suscita. Sin embargo, no son la panacea, dado que también presentan inconvenientes que los reguladores están intentando minimizar en el desarrollo de las normas, en particular el riesgo sistémico que la propia CCP entraña. Por su parte, el aumento de los requisitos de garantía tiene el inconveniente de mermar la liquidez de los contratos CDS para algunas entidades.

Por último, las disposiciones para neutralizar las posibilidades de abuso de mercado y manipulación. Este frente ha cobrado especial relevancia con motivo de la crisis de deuda soberana en los países periféricos de la eurozona. Así, en mayo de 2010, coincidiendo con el estallido de las tensiones en Grecia, las autoridades alemanas decidían prohibir la compra «descubierta» o *naked* de CDS. En septiembre, la Comisión Europea incluía este tipo de medidas prohibitivas en su propuesta para la regulación de la actividad con CDS y de las ventas en corto, recientemente respaldada por el Parlamento Europeo, pero pendiente todavía de aprobación definitiva. La justificación se remite a la percepción de que tales operaciones son prácticas especulativas indeseables, ejecutadas por parte de agentes cortoplacistas que hacen caso omiso de los fundamentos del deudor y, en algún caso, con tintes de manipulación. Se alude, en este sentido, al incentivo que el comprador al descubierto puede tener en instigar que el mercado dude de la solvencia de la entidad de referencia, lo que revalorizaría su posición. El problema se agrava en la medida que esas actuaciones puedan desencadenar una espiral de ventas que se retroalimenta. Posiblemente, se trata de la medida regulatoria más polémica, que ha encontrado la oposición tanto de los inversores privados como de la mayoría de economistas académicos, basándose en diversos argumentos. Primero, la dificultad de distinguir entre operaciones especulativas y operaciones genuinas de cobertura. Segundo, y más trascendente, el papel legítimo y beneficioso que juegan los especuladores, en particular en relación con el proceso de descubrimiento de precios antes mencionado. Cabe destacar que las autoridades de Estados Unidos rechazaron incluir restricciones a la compra «descubierta» de CDS en la reforma de la regulación aprobada el año pasado. De hecho, la ausencia de una adecuada coordinación internacional de estas normas puede dar al traste con los intentos locales y unilaterales de prohibición.

En definitiva, la aprobación de las reformas del mercado de CDS encara en los próximos meses su recta final con muchos elementos ya claramente perfilados, pero otros sometidos todavía a un intenso debate. Del equilibrio que se alcance entre preservación de la estabilidad y fomento de la eficiencia dependerá el impacto último sobre el sistema financiero y económico.

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

Actividad económica

La escalada de precios aflojará un poco el ritmo de progreso de la economía

La actividad económica avanza en España, aunque más lentamente que en la mayoría de países europeos. La reciente subida de los precios de las primeras materias ha motivado que las previsiones de crecimiento para el año 2011 se revisaran dos décimas a la baja hasta el 0,5%. La lectura de los indicadores ofrece una visión mixta y apunta a que los riesgos se nivelarán, permitiendo un avance de la economía lento pero seguro. En efecto, durante los próximos meses, aunque es posible que se ralentice un poco el ajuste si la inflación ele-

vada persiste, el mejor comportamiento del turismo podría impulsar el sector exterior y suplir así la menor demanda interna.

Desde la perspectiva de la demanda, las variables se mueven en varias direcciones y, por tanto, en promedio apuntan a que el consumo privado tendrá un progreso lento a lo largo del año con tasas intertrimestrales próximas al 0,3%, situando la tasa anual para el conjunto del 2011 en el 0,9%. Un ejemplo de esta dispersión en los indicadores se observa en la evolución de las matriculaciones de coches y las ventas minoristas, que han continuado cayendo en el mes de enero, hecho que contrasta con

Se prevé un crecimiento del PIB lento pero seguro en 2011, del 0,5% anual.

INDICADORES DE DEMANDA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2009	2010	2010				2011	
			I	II	III	IV	Enero	Febrero
Consumo								
Producción de bienes de consumo (*)	-8,2	0,8	0,4	2,5	0,4	0,1	3,2	...
Importación de bienes de consumo (**)	-6,1	-10,2	-10,8	2,8	-16,2	-15,1	...	...
Matriculaciones de automóviles	-17,9	3,1	44,5	35,3	-25,0	-29,3	-23,5	-27,6
Crédito al consumo de bienes duraderos	-11,5	-11,5	-5,6	-9,8	-19,2	-14,6	-	...
Indicador de confianza de los consumidores (***)	-28,3	-21,0	-18,2	-22,9	-21,5	-21,0	-21,0	-15,2
Inversión								
Producción de bienes de equipo (*)	-22,1	-3,4	-2,4	-1,7	-6,3	-3,2	4,6	...
Importación de bienes de equipo (**)	-27,0	6,4	-1,2	13,0	5,8	6,5	...	...
Matriculación de vehículos industriales	-40,0	6,4	8,5	24,2	-9,3	1,4	-0,7	-2,7
Comercio exterior (**)								
Importaciones no energéticas	-17,5	9,4	10,4	18,1	5,1	4,2	11,0	...
Exportaciones	-9,8	14,7	17,4	14,9	11,7	14,1	24,6	...

NOTAS: (*) Filtrado de diferencias del calendario laboral.

(**) En volumen.

(***) Encuesta de la Comisión Europea: diferencia entre los porcentajes de respuestas positivas y negativas.

FUENTES: ANFAC, Instituto Nacional de Estadística, Banco de España, Ministerio de Economía y Hacienda, Comisión Europea y elaboración propia.

Si la inflación elevada persiste, el avance del consumo puede desacelerarse un poco.

La mejoría de la confianza puede aumentar la velocidad de ajuste.

La inversión en equipo mantiene el tipo.

la mejora de la confianza del consumidor del mes de febrero.

Si bien existen algunos factores que pueden incidir negativamente sobre el gasto de las familias, probablemente éstos puedan ser compensados por otros más favorables. Uno de los riesgos a tener en cuenta es la posibilidad de que un prolongamiento de las tasas elevadas de inflación reduzca el poder adquisitivo y desincentive así el consumo. Otro aspecto que podría desacelerar el ritmo de recuperación del consumo es la lenta recuperación del mercado de trabajo, que incide negativamente sobre la renta disponible de los hogares. No obstante, como la tasa de ahorro es relativamente alta (más del 14% mientras que en la década anterior a la crisis se localizaba cerca del 11%) parte del descenso de la renta disponible puede dirigirse hacia una reducción de ahorro sin que el consumo se vea afectado en gran medida. Por tanto, el efecto sobre el consumo de un aumento de los precios y del empeoramiento del mercado de trabajo probablemente acabe siendo relativamente pequeño.

Otra consecuencia de una inflación elevada es que puede motivar una subida de los tipos de interés por parte del banco central, lo cual podría alterar la voluntad de consumir. Sin embargo, se espera que la subida del tipo de referencia del BCE sea muy moderada y, en cualquier caso, su efecto sobre el gasto de las familias no será inmediato.

Por otro lado, cabe señalar algunos factores favorables que pueden contribuir a que el crecimiento se recupere más rápido de lo previsto como el aumento de la confianza del consumidor y la reorganización del sistema financiero. Esto último está incidiendo positivamente sobre la confianza de los mercados como pone de manifiesto la bajada importante de las primas de riesgo, a diferencia de otros países periféricos de la zona del euro. Ello puede contribuir a

que el crédito fluya mejor y se estimule así la demanda interna.

Por lo que respecta al consumo público, las perspectivas son de tasas de crecimiento negativas a fin de cumplir el objetivo de reducción del déficit público. Si los tipos de interés aumentan, la carga del pago de los intereses se hará más pesada y para contrarrestar el gobierno puede acabar recorriendo más los gastos. Pero cabe remarcar que esto es un escenario cada vez menos probable. En este contexto, es importante el esfuerzo de la Administración para equilibrar sus cuentas a través de la introducción de algunas reformas de calado.

Tampoco la inversión ayudará al crecimiento de la demanda interna ya que se espera que la inversión en construcción vuelva a anotar un importante retroceso en 2011. A pesar de ello, es notable la buena evolución de la inversión en bienes de equipo. Así, destaca el buen comportamiento de la producción de bienes de equipo en el mes de enero, que subió significativamente, colocando la tasa de crecimiento interanual en el 4,6%. Por lo que respecta a la inversión en construcción, los indicadores continúan siendo en promedio desfavorables. De este modo, aunque la mayoría de ellos intensificaron su caída, como la confianza en la construcción y los visados para obra nueva, la demanda de cemento presentó algún síntoma de cambio de tendencia.

Como resultado de la evolución de sus diferentes componentes, está previsto que la demanda interna retroceda cerca de seis décimas en 2011. Por tanto, será gracias a la contribución de la demanda externa que el PIB crecerá aproximadamente a un ritmo del 0,5% interanual. Efectivamente, los datos disponibles del sector exterior confirman la buena marcha de esta partida. En el mes de enero, las ventas al exterior aumentaron significativamente en gran parte gracias a la recuperación de Europa,

el principal socio comercial. Además, la productividad empezó a mejorar como resultado de la moderación de los costes laborales y la reducción del empleo. Ello, de mantenerse, facilitará el aumento de la competitividad, un factor clave para impulsar las exportaciones. Por su parte, el crecimiento de las importaciones fue también elevado, aunque menor, impulsado por el encarecimiento del precio del crudo.

Las perspectivas son favorables para la demanda externa y está previsto que la contribución al crecimiento alcance el 1,2% este año. No obstante, la evolución positiva del sector exterior no está exenta de riesgos ya que depende estrechamente de la evolución del precio del petróleo. De este modo, si continúa la tendencia alcista, las importaciones se encarecerán y la contribución del sector exterior al crecimiento del PIB será menor. Una mayor inflación también deteriorará el poder de compra de los países compradores de productos españoles, lo cual incidirá negativamente sobre las exportaciones. Por el contrario, el buen

comportamiento del turismo puede facilitar el ritmo de avance del sector exterior.

Por el lado de la oferta, un ejemplo de que la actividad económica se encuentra en terreno positivo se pone de manifiesto cuando se observan los indicadores de producción industrial. Efectivamente, éstos muestran en promedio un mejor tono en los últimos meses. Así, en el cuarto trimestre de 2010, el índice de gestores de compra (PMI) se situó por encima de los 50 puntos, la cota que separa periodos expansivos de recesivos. Esta tendencia se ha mantenido durante los primeros meses de 2011 y en febrero esta variable se ha colocado en los 52,1 puntos.

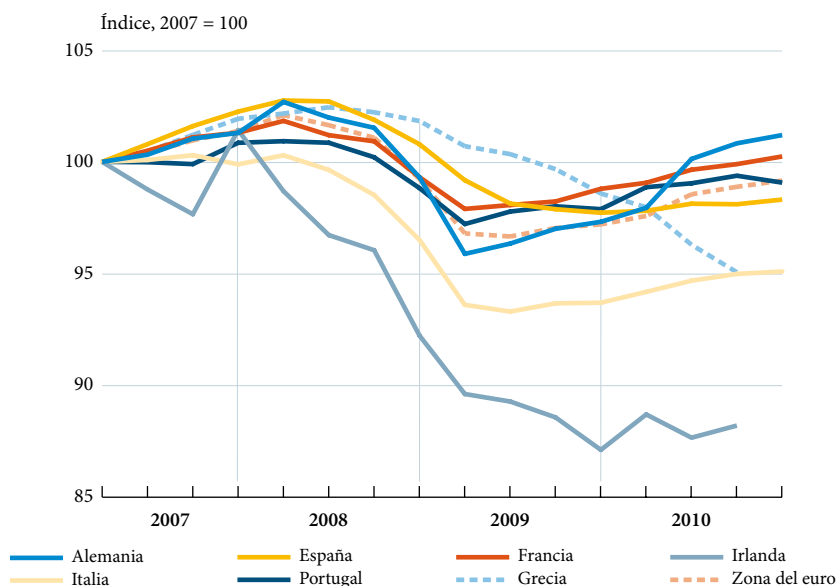
No obstante, aunque la economía se expande de nuevo, España está aún lejos de recuperar los niveles de PIB previos a la crisis. Para volver a la misma cota que a principios de 2007, cuando empezó la crisis financiera, se necesitarán probablemente cinco trimestres más. Asimismo, para alcanzar el máximo de principios del

El sector exterior apuntala el crecimiento en 2011...

...pero resta vulnerable a la evolución del precio del crudo.

ESPAÑA SE DESMARCA DEL RESTO DE PAÍSES PERIFÉRICOS DE LA ZONA DEL EURO

Producto interior bruto en volumen



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

INDICADORES DE OFERTA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2009	2010	2010				2011	
			I	II	III	IV	Enero	Febrero
Industria								
Consumo de electricidad (1)	-4,8	2,7	2,6	3,7	2,3	2,4	1,2	1,9
Índice de producción industrial (2)	-15,8	0,8	0,3	2,9	-0,2	0,4	3,8	...
Indicador de confianza en la industria (3)	-31,2	-14,3	-18,4	-13,9	-13,5	-9,2	-8,3	-7,2
Utilización capacidad productiva (4)	71,2	72,0	69,5	71,8	73,9	72,9	72,6	-
Importación bienes interm. no energ. (5)	-21,6	22,4	26,9	28,4	18,8	15,8	...	...
Construcción								
Consumo de cemento	-32,4	-15,1	-21,3	-12,3	-13,6	-16,1	0,3	2,7
Indicador de confianza en la construcción (3)	-30,6	-29,6	-25,6	-24,0	-27,8	-41,5	-50,7	-52,1
Viviendas (visados obra nueva)	-58,1	-18,3	-24,4	-10,3	-13,2	-20,3	...	...
Licitación oficial	-8,2	-35,0	-52,2	-18,1	-36,6	-34,7	...	...
Servicios								
Ventas comercio minorista (6)	-5,4	-1,0	0,7	-0,2	-2,5	-1,9	-4,5	...
Turistas extranjeros	-8,8	1,0	0,3	-3,1	4,2	1,3	4,7	...
Ingresos turismo	-9,0	4,0	0,2	0,4	7,0	5,8	...	...
Mercancías ferrocarril (t-km)	-28,4	6,4	4,5	20,9	5,9	-4,2	1,2	...
Tráfico aéreo pasajeros	-7,9	2,8	3,7	-0,6	4,2	4,3	6,0	4,6
Consumo de gasóleo automoción	-5,1	-1,2	-0,5	-0,5	-2,1	-1,6	...	...

NOTAS: (1) Corregido de los efectos de laboralidad y temperatura.

(2) Filtrado de diferencias del calendario laboral.

(3) Encuesta de la Comisión Europea: diferencia entre los porcentajes de respuestas positivas y negativas.

(4) Encuesta de Coyuntura: porcentaje de utilización inferido de las respuestas.

(5) En volumen.

(6) Índice (sin estaciones de servicio) deflactado y corregido del efecto calendario.

FUENTES: Red Eléctrica Española, OFICEMEN, AENA, Instituto Nacional de Estadística, Banco de España, Comisión Europea, Ministerio de Fomento, Ministerio de Industria, Comercio y Turismo, Ministerio de Economía y Hacienda y elaboración propia.

Hasta finales del año 2013 no se recuperará la anterior cota máxima del PIB.

año 2008, es posible que la espera se alargue hasta finales de 2013. Ello contrasta, por ejemplo, con el caso germano, que ya ha recobrado el total de la pérdida del PIB

durante el periodo recesivo. Con todo, el proceso de recuperación en España claramente parece más reconfortante que en Grecia, Portugal, Italia o Irlanda.

Mercado de trabajo

El mercado de trabajo sigue sin levantar cabeza

A pesar del mayor dinamismo de la actividad económica en los últimos meses, la mejora no se ha materializado aún en el mercado de trabajo. Los últimos datos disponibles del mes de febrero fueron peor de lo esperado y ello motivó que nuestras previsiones se revisaran ligeramente a la baja. Así, para el año 2011, se incrementa dos décimas tanto la previsión de la tasa de paro hasta el 20,4% como la tasa de caída media del empleo hasta el 0,5%.

Efectivamente, por el momento, la reactivación de la economía ha sido insuficiente para crear empleo, tal y como muestra el descenso del total de afiliados en alta laboral en la Seguridad Social del mes de febre-

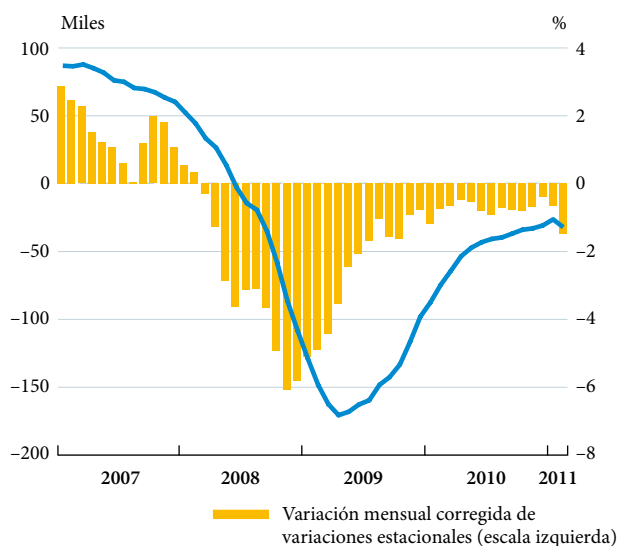
ro, de 14.745 personas (cerca de 38.000 una vez corregida la estacionalidad). Ello comportó un retroceso en la recuperación del mercado laboral, ya que el ritmo de caída interanual de la ocupación se acentuó, con un incremento de dos décimas de la tasa interanual hasta el 1,3%. Además, este descenso del total de ocupados sorprendió negativamente, porque se esperaba un ligero aumento de la ocupación para este mes.

Por lo que respecta al paro registrado, éste creció en 68.260 personas en el mes de enero (unos 21.000 en términos desestacionalizados), un incremento por encima de lo previsto. De este modo, el paro registrado subió por segundo mes consecutivo, rompiendo la evolución más favorable de los últimos meses del año 2010. Con todo,

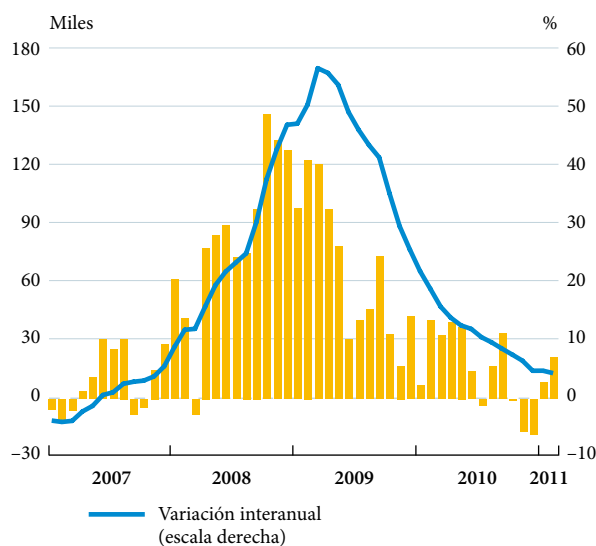
Se acelera dos décimas el ritmo de caída del empleo hasta el 1,3%.

LA SITUACIÓN DEL MERCADO DE TRABAJO VUELVE A EMPEORAR

Afiliados en alta laboral a la Seguridad Social



Parados registrados



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

La debilidad del mercado de trabajo puede generar un ajuste más lento.

la tasa de incremento interanual disminuyó cuatro décimas hasta el 4,1%.

Una consecuencia del comportamiento poco favorable del mercado laboral es que puede acabar generando un ajuste de la actividad más lento. En este contexto, es importante evaluar el funcionamiento de la reciente reforma laboral, en vigor desde julio de 2010, que busca facilitar que el progreso de la economía se traduzca en creación de empleo. Con este fin, uno de los objetivos de la nueva legislación es reducir la dualidad del mercado de trabajo entre empleados con contratos fijos y temporales. Aunque es pronto para calibrar sus efectos, ya que los agentes deben familiarizarse con sus particularidades, los datos muestran que por el momento la tasa de temporalidad no ha variado y continúa superando el 25%.

Justamente una de las principales medidas de la reforma laboral era incentivar el uso de los Contratos de Fomento de la Contratación Indefinida (CFCI), cuyas indemnizaciones por despido objetivo improce-

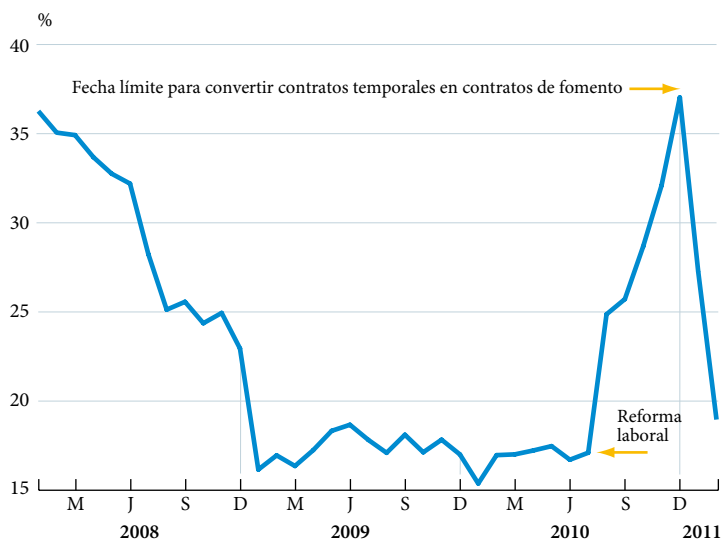
dente son de 33 días por año trabajado en la empresa (en lugar de los 45 días de los contratos indefinidos anteriores). El gráfico siguiente muestra que esta modalidad de contratación aumentó sustancialmente a finales del año 2010 incentivada por la posibilidad de convertir contratos temporales anteriores a la reforma en contratos CFCI antes del 31 de diciembre. Sin embargo, desde enero de 2011, los contratos CFCI han caído bruscamente y ello de momento impide sacar conclusiones acerca de si las medidas adoptadas para estimular este tipo de contrato están funcionando.

Asimismo, cabe señalar que parte de la reforma todavía no está en marcha, como, por ejemplo, la incorporación del modelo austriaco, que consiste en el establecimiento de un seguro a cargo de la cotización de las empresas que cubre una parte de la indemnización por despido y que puede acumularse hasta la jubilación. Además, otras reformas importantes, como la negociación colectiva, todavía se están negociando.

Continúa la dualidad del mercado de trabajo.

NO SE OBSERVA UN CAMBIO DE TENDENCIA CLARO EN LA CONTRATACIÓN INDEFINIDA

Ratio de contratos de Fomento de la Contratación Indefinida sobre el total de contratos indefinidos



FUENTES: Ministerio de Trabajo e Inmigración y elaboración propia.

Otro factor que puede ralentizar el ajuste del mercado laboral son las pobres perspectivas de la ocupación en el sector de la construcción. Los datos de febrero siguen mostrando fuertes caídas de la ocupación en este sector, del 9,7% interanual, y las perspectivas son que el ritmo de pérdida de puestos de trabajo se mantenga elevado en 2011. Ello hará que sea difícil reducir la tasa de paro. No obstante, a finales de 2012, este proceso de destrucción de empleo debería finalmente remitir, porque se espera que la actividad en el sector deje de caer.

Por otro lado, a medida que pasan los meses algunos empleados de la construcción deberían poder recolocarse en otros puestos de trabajo, especialmente en el sector servicios. En este contexto, destaca el relativamente mejor tono de la ocupación en el sector terciario durante la segunda mitad de 2010. Así, a pesar del ligero retroce-

so del empleo en servicios acaecido en los dos primeros meses de 2011, que moderó su tasa de crecimiento interanual hasta el 0,2%, se espera que este sector absorba parte de los empleos destruidos en la construcción durante los próximos meses. A ello podrían contribuir las buenas perspectivas del turismo para este año, tal y como muestran los datos de las pernoctaciones en establecimientos hoteleros, que aumentaron un 4,6% en enero respecto al mismo mes del año anterior. Además, mientras la inestabilidad de los países del norte de África perdure, España podría verse beneficiada por una redistribución del turismo nacional e internacional.

Otro factor que determinará el ritmo de recuperación del mercado laboral en los próximos meses es la capacidad de ajuste de los salarios. En España, éstos tienden a reaccionar lentamente y de forma muy

La recuperación del turismo podría contribuir a crear ocupación durante los próximos meses.

INDICADORES DE EMPLEO

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2009	2010	2010				2011	
			I	II	III	IV	Enero	Febrero
Afiliados a la Seguridad Social (1)								
Sectores de actividad								
<i>Industria</i>	-10,6	-4,8	-7,2	-4,9	-3,8	-3,2	-2,9	-2,9
<i>Construcción</i>	-23,1	-13,4	-16,4	-13,1	-12,5	-11,3	-9,6	-9,7
<i>Servicios</i>	-2,6	0,0	-0,8	0,1	0,4	0,4	0,3	0,2
Situación profesional								
<i>Asalariados</i>	-6,0	-1,8	-2,8	-1,7	-1,4	-1,2	-0,9	-1,2
<i>No asalariados</i>	-4,8	-2,8	-4,0	-3,0	-2,4	-1,9	-1,7	-1,7
Total	-5,8	-2,0	-3,0	-1,9	-1,6	-1,3	-1,0	-1,3
Población ocupada (2)	-6,8	-2,3	-3,6	-2,5	-1,7	-1,3	-	-
Puestos de trabajo (3)	-6,6	-2,4	-3,9	-2,4	-1,6	-1,4	-	-
Contratos registrados (4)								
Indefinidos	-31,0	-6,4	-11,9	-5,6	-7,6	0,0	8,6	-6,8
Temporales	-13,5	3,8	3,7	5,2	3,5	2,8	6,0	-1,1
Total	-15,5	2,8	2,0	4,2	2,6	2,5	6,3	-1,6

NOTAS: (1) Datos medios mensuales.

(2) Estimación de la encuesta de población activa.

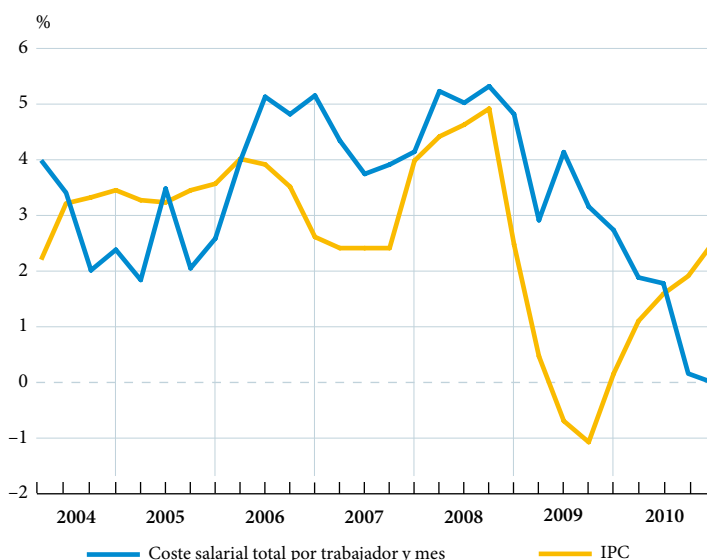
(3) Equivalentes a tiempo completo. Estimación de la contabilidad nacional; datos corregidos de estacionalidad y calendario.

(4) En el Servicio Público de Empleo Estatal.

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

MEJORA LA COMPETITIVIDAD AL CAER LOS COSTES SALARIALES REALES POR TRABAJADOR

Variación interanual



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

Bajan los costes reales por trabajador.

moderada a los cambios del ciclo económico. Ello genera una volatilidad del empleo con respecto a los movimientos del PIB mayor que en otros países avanzados, ya que los ajustes se llevan a cabo a través de la destrucción de puestos de trabajo en lugar de por variaciones salariales. En efecto, tal y como muestra el gráfico anterior, los costes salariales reales por trabajador tardaron en bajar y no lo hicieron hasta el tercer trimestre del año 2010, tras dos años de recesión económica. No obstante, los datos reflejan finalmente una importante contención salarial.

Se espera que la moderación de los salarios continúe, aunque el alcance del ajuste dependerá del grado de indexación salarial. A diferencia de España, en varios países europeos los salarios se vinculan a la inflación subyacente. Ello limita el impacto de la subida del precio del petróleo sobre los salarios y facilita el avance de la productividad.

La creación de empleo se mantendrá débil a lo largo del año.

En definitiva, las perspectivas son que el mercado de trabajo se recupere paulatinamente a lo largo del año 2011, aunque no se creará ocupación hasta 2012. Existen algunos factores que pueden hacer que el ajuste acabe siendo más pausado. En primer lugar, si la tendencia inflacionista continúa, el poder adquisitivo de los hogares podría verse mermado, provocando una desaceleración de la marcha del consumo. Como consecuencia, el proceso de mejora de la actividad, y del empleo, podría ralentizarse. En segundo lugar, una subida de los tipos de interés puede reducir los incentivos al consumo y así frenar la actividad, aunque se espera que este efecto sea bastante limitado. Sin embargo, no todos los riesgos son desfavorables, ya que el mejor comportamiento de la deuda soberana en las últimas semanas podría contribuir positivamente al ajuste de la actividad económica e impulsar así la creación de empleo.

Precios

La subida del precio del petróleo presiona la inflación hasta el 3,6%

La variación interanual del índice de precios de consumo (IPC) subió tres décimas en febrero, hasta el 3,6%, siguiendo la senda creciente de los últimos meses. El repunte de la tasa interanual del IPC fue en gran parte resultado del encarecimiento de los carburantes, que aportaron la mitad de este aumento. En efecto, el incremento de los precios del petróleo se ha acelerado en los últimos meses y empieza a reflejarse en tasas de inflación elevadas que no se registraban desde 2008. Ello ha motivado que nuestra previsión de inflación media para el año 2011 se incremente cuatro décimas hasta el 2,9% interanual. Por su

parte, la inflación subyacente, que excluye la energía y los alimentos frescos, fue bastante menor en febrero, del 1,8% interanual, y sus perspectivas para este año se mantuvieron inalteradas en el 1,7% interanual.

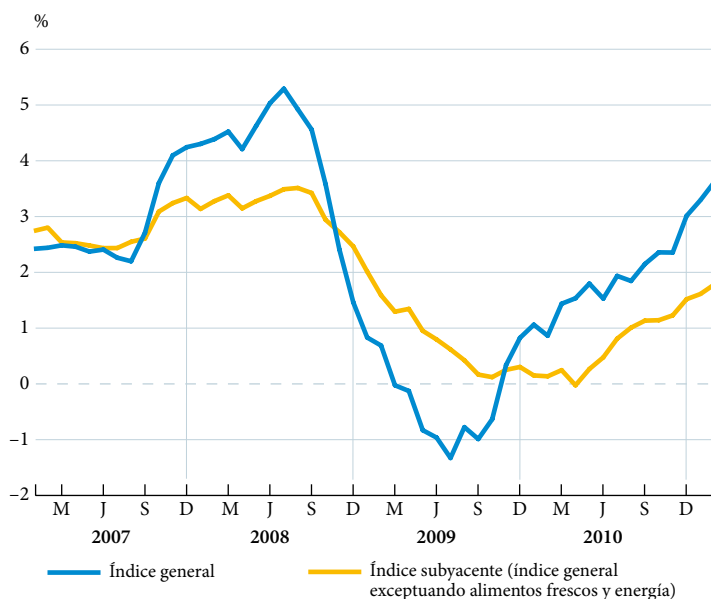
Como los hogares tienen un elevado gasto en los productos derivados del petróleo, la evolución del IPC depende estrechamente del precio de éste. Por tanto, los cambios en los precios del crudo son fundamentales para determinar los periodos inflacionistas. Precisamente, uno de los riesgos es que la tendencia alcista de los precios del petróleo, que esperamos sea transitoria, se prolongue unos meses, y reste así algunas décimas al crecimiento del PIB.

La previsión de incremento medio anual del IPC para el año 2011 se eleva cuatro décimas hasta el 2,9% por la subida del precio del petróleo.

Se espera que esta tendencia inflacionista sea transitoria...

CONTINÚA LA TENDENCIA INFLACIONISTA

Variación interanual del IPC



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

...porque los riesgos que pueden hacer que perduren son bajos.

Aunque la probabilidad de que la escalada de los precios del petróleo se alargue es baja, ello puede ocurrir si el conflicto del norte de África no se estabiliza pronto. No obstante, llegado el caso, los países de la Organización de Países Exportadores de Petróleo podrían incrementar su producción de crudo para contener el alza de los precios, ya que no les interesa que sus compradores entren de nuevo en recesión.

Por lo que respecta al comportamiento de los salarios, éstos también pueden influir

sobre la evolución de los precios si se vinculan a su evolución. En este contexto, no obstante, no se espera que los salarios refuercen las presiones inflacionistas. En primer lugar, recientemente ha aumentado la percepción de que es importante mantener la competitividad de las empresas para garantizar la recuperación de la actividad. Por otro lado, la elevadísima tasa de paro relaja las demandas salariales por parte de los empleados. De este modo, aunque los convenios firmados en enero incorporaron un incremento medio de las

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO POR GRUPOS DE COMPONENTES

Febrero

	Índices (*)	% variación mensual		% variación s/diciembre anterior		% variación anual	
		2010	2011	2010	2011	2010	2011
Por clases de gasto							
Alimentos y bebidas no alcohólicas	108,8	-0,8	-0,2	-0,8	-0,1	-2,7	1,5
Bebidas alcohólicas y tabaco	148,5	1,6	0,2	3,0	2,4	12,3	14,5
Vestido y calzado	91,7	-1,5	-1,6	-15,4	-15,6	-1,2	0,3
Vivienda	122,7	0,1	0,3	0,9	3,1	0,8	8,0
Menaje	107,5	0,0	0,0	-0,9	-0,9	0,5	0,9
Medicina	96,3	0,1	0,0	0,2	0,0	-1,4	-1,5
Transporte	115,5	-0,1	0,8	1,6	2,3	5,8	9,9
Comunicaciones	98,5	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,5	-0,7
Ocio y cultura	96,3	-0,3	0,6	-2,2	-1,3	-2,1	-0,2
Enseñanza	117,2	0,0	0,0	0,1	0,1	2,6	2,3
Hoteles, cafés y restaurantes	114,0	0,1	0,1	0,2	0,2	1,0	1,7
Otros	114,2	0,3	0,6	0,9	1,2	1,8	3,1
Agrupaciones							
Alimentos con elaboración	115,6	0,0	0,2	0,0	0,8	0,5	3,4
Alimentos sin elaboración	108,6	-1,4	-0,9	-1,2	-0,9	-3,8	2,9
Conjunto no alimentario	109,2	-0,1	0,2	-1,4	-0,8	1,3	3,7
Bienes industriales	105,8	-0,3	0,1	-2,9	-2,0	1,4	5,6
<i>Productos energéticos</i>	131,2	0,0	1,2	2,8	5,8	9,9	19,0
<i>Carburantes y combustibles</i>	127,1	0,0	1,6	3,2	4,9	11,9	20,4
<i>Bienes industriales sin productos energéticos</i>	97,3	-0,4	-0,4	-4,8	-4,9	-1,5	0,8
Servicios	112,9	0,1	0,3	0,0	0,3	1,1	1,8
Inflación subyacente (**)	107,7	-0,1	0,1	-1,7	-1,4	0,1	1,8
ÍNDICE GENERAL	110,3	-0,2	0,1	-1,2	-0,6	0,8	3,6

NOTAS: (*) Base 2006 = 100.

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

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

tablas salariales del 3% para 2011, por encima de las iniciales pactadas en 2010, que aumentaron en promedio un 1,3% (un 2,1% cuando se considera el efecto de la cláusula de salvaguarda), no se espera que esta tendencia continúe.

Otro efecto indirecto del encarecimiento de las materias primas es el incremento de los costes de producción, ya que éstos dependen estrechamente de la evolución de los precios del petróleo. De este modo, los precios industriales subieron significativamente en el mes de enero, con un aumento de 1,5 puntos porcentuales hasta el 6,8% interanual, la tasa más alta desde septiembre de 2008, impulsados sobre todo por los bienes energéticos. Asimismo, el aumento del precio del crudo repercute fuertemente sobre los precios industriales de importación, que se incrementaron el 11,9% en los últimos doce meses hasta enero, una tasa casi dos puntos superior a la del mes anterior. La escalada de los costes de producción y de los precios industriales de importación

puede ralentizar el proceso de recuperación, ya que las empresas deben o bien reducir sus márgenes de beneficios o bien traspasar los incrementos al precio final del producto en detrimento del consumidor.

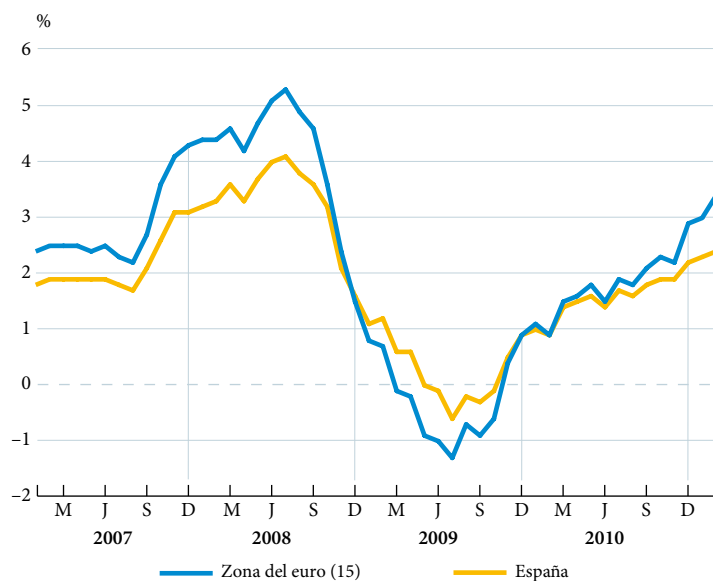
Desde otra perspectiva, una consecuencia de la inflación elevada en España puede ser la pérdida de competitividad si el aumento de precios en este país supera el incremento registrado en el resto de los países de la zona del euro. Según datos de Eurostat, el índice armonizado de la inflación en el mes de febrero de la zona euro se situó en el 2,4%, mientras el índice registrado en España fue del 3,4%. Así, el repunte de la inflación observado en España en los últimos meses ha sido más intenso que el registrado en la zona del euro, de modo que el diferencial de inflación pasó de ser nulo en diciembre de 2009 a suponer un punto porcentual en febrero de 2011. Esta cifra se explica principalmente por el componente energético, tal y como ocurrió en el año 2008, cuando la brecha alcanzó los

Aumentan sustancialmente los costes de producción.

El diferencial de precios con respecto a la zona del euro se sitúa en un punto porcentual por el componente energético.

EL DIFERENCIAL DE INFLACIÓN CON RESPECTO A LA ZONA DEL EURO SE AMPLÍA SUSTANCIALMENTE

Variación interanual del IPC armonizado



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

INDICADORES DE INFLACIÓN

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

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

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

(**) Excepto energía.

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

La tasa de inflación interanual tenderá a ceder a finales de 2011 por la desaparición de los efectos de base de las subidas impositivas y del precio del crudo.

1,2 puntos porcentuales en el mes de julio. No obstante, se espera que el diferencial vuelva a reducirse una vez desaparezcan los componentes volátiles de la inflación, más importantes en España.

Así pues, las expectativas son que la inflación continúe ascendiendo ligeramente por el encarecimiento del precio del petróleo durante los próximos meses mientras se mantienen las tensiones de Oriente

Próximo. No obstante, posteriormente, la tasa de inflación interanual debería desacelerarse cuando se resuelvan los conflictos y desaparezcan los efectos de base que están asociados a sucesos pasados, como las subidas impositivas. De este modo, se debería observar una reversión tanto del efecto de la subida del impuesto sobre el valor añadido en los meses de verano como del encarecimiento del petróleo y del tabaco en el cuarto trimestre.

Sector exterior

La dependencia energética frena la corrección del déficit comercial

Durante los últimos meses, el petróleo se ha convertido en el principal obstáculo para el ajuste del saldo comercial. En efecto, la persistente escalada del precio del crudo desde septiembre del año anterior ha deteriorado considerablemente el saldo energético, neutralizando la intensa corrección registrada por el resto de componentes. La evolución del precio de esta materia prima, condicionada por la resolución de los conflictos políticos del norte de África, será un factor clave para el ajuste del desequilibrio comercial.

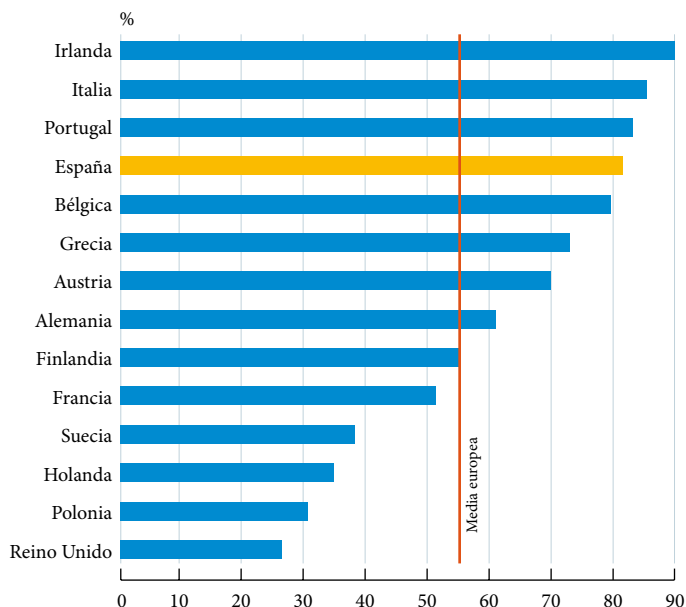
Este obstáculo a la corrección del déficit comercial es fruto de la elevada dependencia energética de la economía española.

Como se observa en el gráfico siguiente, España importaba más del 80% de la energía consumida en 2008, muy por encima de la media europea. Este reducido nivel de autoabastecimiento no se ha corregido significativamente desde entonces. Así, durante los tres primeros trimestres de 2010, la energía generada en el país, principalmente nuclear o renovable, cubrió solamente el 26,1% del consumo energético total. Ello se debe principalmente al importante peso del consumo de combustibles fósiles, que representó el 72% del total. Este elevado porcentaje explica la sensibilidad del déficit español a las variaciones del precio de las materias primas. Por lo tanto, no será hasta la normalización de la situación política en el norte de África que la presión sobre el déficit comercial muy probablemente se reducirá.

El precio del petróleo marcará la evolución del saldo comercial.

ELEVADA DEPENDENCIA ENERGÉTICA ESPAÑOLA

Porcentaje de la energía consumida que es importada de otros países, año 2008



FUENTES: Eurostat y elaboración propia.

El saldo comercial con la zona del euro sigue mejorando.

El menor déficit de la balanza de rentas en 2010 permite la corrección del saldo corriente.

Las expectativas respecto al saldo no energético de 2011 son más optimistas. La recuperación de la economía española, menor que la de sus principales socios comerciales, mantendrá el crecimiento de las importaciones por debajo del de las exportaciones. Los datos de enero, con un crecimiento interanual de las exportaciones del 32,0%, más de seis puntos por encima de las importaciones, respaldan esta hipótesis. Destaca la evolución del saldo con el resto de países de la zona del euro, principales socios comerciales españoles. Así, la recuperación de las principales economías europeas, especialmente Alemania y Francia, permitió que las exportaciones acumuladas durante los últimos doce meses prácticamente igualaran a las importaciones, algo que aún no había sucedido desde la creación del mercado único. En el caso gallo, el superávit comercial acumulado desde fe-

brero de 2010 alcanzó los 8.450 millones de euros, un máximo desde que se dispone de información. Esperamos que el papel de España como exportadora neta en el resto de la zona del euro se mantenga durante el próximo año. Sin embargo, existen algunos riesgos que podrían reducir la tendencia de mejora del saldo comercial con el resto de países europeos. Entre ellos, un impacto mayor de lo esperado de la inflación o de la subida de los tipos sobre la demanda europea de productos españoles.

Buenas perspectivas para el turismo

El desequilibrio de la balanza de pagos se redujo un 18,2% en 2010. Incluso el ligero deterioro de la balanza de bienes, principal artífice del ajuste del desequilibrio corriente los años anteriores, fue neutralizado por

COMERCIO EXTERIOR

Enero 2011

	Importaciones			Exportaciones			Saldo	
	Millones de euros	% variación anual en valor	% participación	Millones de euros	% variación anual en valor	% participación	Millones de euros	Tasa de cobertura (%)
Por grupos de productos								
Energéticos	4.922	60,0	23,6	943	97,7	5,9	-3.978	19,2
Bienes de consumo	4.405	4,3	21,1	5.458	16,6	34,2	1.053	123,9
<i>Alimenticios</i>	1.138	18,0	5,4	2.189	20,5	13,7	1.051	192,3
<i>No alimenticios</i>	3.267	0,2	15,6	3.270	14,1	20,5	2	100,1
Bienes de capital	1.375	11,7	6,6	1.143	51,9	7,2	-232	83,2
Bienes intermedios no energéticos	10.181	26,2	48,8	8.410	36,1	52,7	-1.770	82,6
Por áreas geográficas								
Unión Europea	10.567	15,4	50,6	10.865	25,3	68,1	299	102,8
<i>Zona del euro</i>	8.555	15,1	41,0	8.873	24,2	55,6	318	103,7
Otros países	10.316	38,6	49,4	5.090	48,8	31,9	-5.226	49,3
<i>Rusia</i>	808	57,0	3,9	153	84,1	1,0	-655	19,0
<i>EEUU</i>	856	32,9	4,1	572	62,9	3,6	-284	66,9
<i>Japón</i>	278	-3,3	1,3	143	42,6	0,9	-134	51,7
<i>América Latina</i>	1.182	55,8	5,7	746	40,3	4,7	-436	63,1
<i>OPEP</i>	2.354	49,1	11,3	453	26,3	2,8	-1.901	19,2
<i>Resto</i>	4.837	32,2	23,2	3.022	51,4	18,9	-1.816	62,5
TOTAL	20.882	25,8	100,0	15.955	32,0	100,0	-4.927	76,4

FUENTES: Ministerio de Economía y elaboración propia.

la mejora del resto de componentes en este periodo. Destaca la corrección del déficit de la balanza de rentas por segundo año consecutivo. Ello respondió, principalmente, a la reducción de los pagos por rendimientos de la inversión. Una tendencia que, sin embargo, podría moderarse a partir de la segunda mitad del año.

Ante esta menor mejora de la balanza de rentas, se espera que el turismo tome el relevo, contribuyendo positivamente a la corrección del desequilibrio corriente. Esta recuperación empezó a tener lugar en 2010, al aumentar tanto el número de turistas como los ingresos generados por éstos. De esta forma se puso fin a la intensa contracción registrada desde junio de 2008. Se prevé que la recuperación de la economía mundial, y en particular la europea, propiciará un nuevo incremento de la entrada

de turistas en España en 2011. Sin duda, ello se verá impulsado por el flujo de visitantes que, ante las turbulencias políticas en el norte de África, decidan realizar sus vacaciones en territorio español. Según nuestras estimaciones, este colectivo superará el millón, elevando la cifra total por encima de los 56 millones en 2011, lo que representaría un crecimiento anual del 6,6%. Como consecuencia, es probable que el sector de servicios contribuya significativamente al crecimiento de la economía española este año.

Por lo que se refiere a los flujos financieros, la inversión en cartera fue la principal fuente de entrada de capitales para satisfacer la necesidad de financiación española. La mejora esperada del riesgo país permite anticipar nuevas entradas de inversión directa y también inversión en cartera a lo largo de este año.

El turismo repuntará en 2011.

La inversión en cartera fue la principal fuente de entrada de capitales en 2010.

BALANZA DE PAGOS

Diciembre 2010

	Doce últimos meses		
	Saldo en millones de euros	Variación anual	
		Absoluta	%
Balanza corriente			
Balanza comercial	-46.361	-1.250	2,8
Servicios			
<i>Turismo</i>	26.933	894	3,4
<i>Otros servicios</i>	530	1.240	-
Total	27.462	2.134	8,4
Rentas	-21.448	9.088	-29,8
Transferencias	-7.327	654	-8,2
Total	-47.674	10.625	-18,2
Cuenta de capital	6.492	2.434	60,0
Balanza financiera			
Inversiones directas	574	1.676	-
Inversiones de cartera	28.848	-16.073	-35,8
Otras inversiones	603	-2.695	-81,7
Total	30.024	-17.091	-36,3
Errores y omisiones	-4.538	-1.529	50,8
Variación de activos del Banco de España	15.696	5.232	50,0

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

Sector público

Los líderes europeos aprueban el Pacto por el Euro Plus para fomentar la competitividad y afrontan la crisis de deuda.

España ha implementado distintas reformas que se alinean con las directrices del Pacto.

Mejora la prima de riesgo española, diferenciándose del resto de países periféricos.

España hace los deberes

«Una reforma histórica de la gobernanza económica.» Con estas palabras definió Olli Rehn, Comisario Europeo de Asuntos Económicos, el acuerdo entre los líderes de los diecisiete países de la eurozona para fomentar la competitividad y afrontar con garantías la crisis de la deuda. El acuerdo fue ratificado posteriormente por el Consejo Europeo, bautizándolo como Pacto por el Euro Plus. Sin duda alguna, el Pacto debe considerarse como un paso importante hacia una política económica común en el seno de la unión monetaria. En clave española, este acuerdo puede convertirse en el revulsivo que necesita la economía para culminar las reformas estructurales emprendidas que deben mejorar su competitividad. Una expectativa que parece que es compartida por los mercados, a juzgar por la mejora de la prima de riesgo asociada a la deuda del país. La adopción de las medidas necesarias para cumplir el Pacto y la exigente reducción del déficit fiscal prevista para este año serán dos importantes retos para el Ejecutivo español en 2011.

El Pacto comprende medidas destinadas a reforzar la disciplina presupuestaria y a reducir los desequilibrios económicos. Se trata, pues, de compromisos que fomentan la competitividad y el empleo, contribuyen a la sostenibilidad de las finanzas públicas y refuerzan la estabilidad financiera. Se pretende que los resultados de estas reformas sean evaluados anualmente, pudiendo dar lugar a sanciones en caso de incumplimiento.

Junto a estas decisiones, el Consejo ha decidido garantizar al Fondo Europeo de

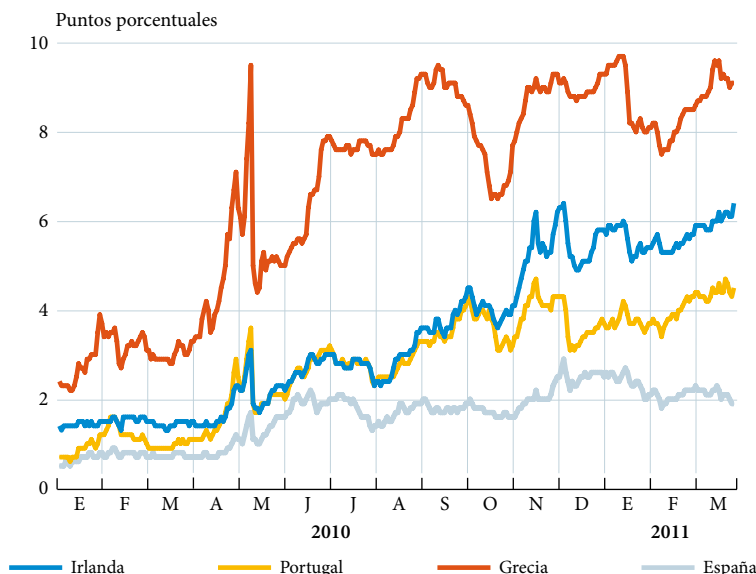
Estabilidad Financiera (FEEF) su capacidad efectiva de préstamo de 440 mil millones. Además, se creará un fondo de rescate permanente a partir de junio de 2013, el Mecanismo Europeo de Estabilidad, que sustituirá al actual FEEF, dotado en 500 mil millones.

Por lo que se refiere al caso español, son notorios los esfuerzos que ha realizado el Ejecutivo durante los últimos meses para adoptar nuevas medidas, en línea con las directrices acordadas en el Pacto del Euro. Entre éstas se encuentran las realizadas sobre el sistema financiero, el sistema de pensiones y el mercado de trabajo. Sin embargo, aún son necesarias algunas reformas adicionales, especialmente en el caso del mercado laboral. Hacia esta dirección apunta la propuesta de reforma de la negociación colectiva que pretende, en parte, ligar los salarios con la productividad de los empleados.

La buena acogida de estas medidas se refleja en la evolución del mercado de deuda pública. Así, el coste de financiación de la deuda española a diez años respecto a la alemana (esta última tomada normalmente como referencia) se ha reducido gradualmente durante el mes de marzo, situándose por debajo de los 200 puntos básicos a finales del mes, 15 puntos por debajo de su media de febrero. Solamente la rebaja del *rating* de la agencia de calificación Moody's obstaculizó temporalmente esta senda de ajuste. En este contexto, el Tesoro español llevó a cabo nuevas emisiones de deuda en el mercado, a tipos de interés menores a los pagados a finales del año pasado. Con estas emisiones se ha conseguido cubrir prácticamente la totalidad de los vencimientos de abril hasta julio.

LA PRIMA DE RIESGO ESPAÑOLA SE DISTANCIA DE LA DEL RESTO DE PAÍSES PERIFÉRICOS

Diferenciales de los bonos del Estado a 10 años respecto al alemán



FUENTES: Datastream y elaboración propia.

Como muestra el gráfico anterior, la mayor confianza de los mercados respecto a la deuda española contrasta con el aumento de los diferenciales del resto de países periféricos. En este sentido, destaca el caso de Portugal, que, empujado por su reducida competitividad, su inestabilidad política y la dificultad de corregir su déficit fiscal, se encuentra al borde del rescate. Un hecho que, de producirse, no se espera que afecte significativamente a la financiación española.

Este cambio de tendencia en la evolución de la prima de riesgo soberano viene explicado, en parte, por la mejora del déficit público español en 2010. La rebaja del gasto y, en mayor medida, el aumento de los ingresos permitieron rebajar la necesidad de financiación del sector público hasta el 9,2% del producto interior bruto (PIB) ese año. Una cifra que incluso mejora en una décima el nivel previsto en el plan de ajuste fiscal, gracias a la intensa corrección del déficit de las administraciones centrales.

Las previsiones del Gobierno para 2011 son aún más ambiciosas. Según su plan de ajuste, el déficit fiscal se reducirá hasta el 6,0% del PIB este año. Se prevé que, de los 3,2 puntos porcentuales de disminución respecto al déficit de 2010, más de dos terceras partes vengán explicadas por el menor gasto del sector público. Ello contrasta con el importante papel que jugó el aumento de los ingresos en la corrección del déficit de 2010. De cumplirse estos datos, el ajuste fiscal, cuyo objetivo es alcanzar un déficit del 3,0% en 2013, habrá efectuado más de la mitad de su recorrido a finales de este año.

Los datos del mes de enero no aportan suficiente información para poder contrastar la buena evolución de las cuentas públicas. Se observa un deterioro del déficit de caja de enero respecto al del mes anterior, de 7.706 y 3.590 millones de euros, respectivamente. Sin embargo, este incremento del déficit intermensual, de más del 100%, se explica por motivos de calendario, que demoraron el pago de los vencidos.

El Gobierno prevé reducir el déficit hasta el 6,0% del PIB en 2011.

Las comunidades autónomas deberán reducir intensamente su déficit a partir de 2012.

mientos de la deuda del primer mes del año pasado. De hecho, el saldo primario de enero de 2011, esto es, excluyendo la carga de los intereses, fue un 37,7% menor que el del mismo mes del año anterior.

Por lo tanto, el objetivo del déficit fiscal del 6,0% en 2011 es posible si el Ejecutivo mantiene la rigidez mostrada durante los últi-

mos meses. Para tal empresa, sin embargo, será necesario controlar el gasto de las comunidades autónomas. Según las previsiones del Gobierno, el déficit de estas administraciones representará, en 2011, más de la mitad del total. Conseguir que vuelvan a niveles de déficit más reducidos en 2012 será, sin duda, uno de los principales retos para el Gobierno español.

Ahorro y financiación

La debilidad de la demanda puede frenar la recuperación del crédito

La actualidad del sistema financiero español del mes de marzo ha venido centrada por la publicación de sus necesidades de recapitalización, estimadas por el Banco de España. Según éste, el sistema financiero necesita 15.152 millones de euros para satisfacer los nuevos requerimientos de capital exigidos en el Plan de Reforzamiento del Sector Financiero. Esta cifra representa el 1,4% del producto interior bruto (PIB) español, y se sitúa por debajo de las estimaciones realizadas por los principales analistas internacionales. El mayor capital básico exigido a las cajas de ahorros respecto a los bancos, del 10% y el 8% de los

activos ponderados por riesgo respectivamente, hace que tengan una mayor necesidad de recapitalización.

De todas formas, la cantidad publicada por el regulador bancario español será menor ya que varias cajas que no cumplen la ratio de capital mínima exigida por el Banco de España han anunciado su intención de salir a bolsa. En este caso las exigencias de capital les serán rebajadas en dos puntos porcentuales, hasta el 8%, el mismo nivel exigido a los bancos. En cualquier caso, la cobertura del capital adicional necesario por el sistema está garantizada, ya sea a través de inversores privados o de las aportaciones del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB). Sin duda,

El sistema bancario precisa 15.152 millones de euros para cumplir con los nuevos requerimientos de capital.

CRÉDITO POR FINALIDADES AL SECTOR PRIVADO

Cuarto trimestre de 2010

	Saldo (*)	Variación año actual	
	Millones de euros	Millones de euros	%
Financiación de actividades productivas			
Agricultura, ganadería y pesca	23.127	4	0,0
Industria	152.374	175	0,1
Construcción	114.517	-15.921	-12,2
Servicios	695.133	9.530	1,4
Total	985.151	-6.212	-0,6
Financiación a personas físicas			
Adquisición y rehabilitación de vivienda propia	662.797	8.231	1,3
Adquisición de bienes de consumo duradero	42.069	-7.204	-14,6
Otras financiaciones	107.916	-2.185	-2,0
Total	812.781	-1.158	-0,1
Otros	46.017	14.281	45,0
TOTAL	1.843.949	6.911	0,4
<i>Adquisición de viviendas y actividades inmobiliarias</i>	<i>948.229</i>	<i>490</i>	<i>0,1</i>

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

El fortalecimiento del sector financiero abrirá los mercados mayoristas de financiación a la banca.

La recuperación de la actividad industrial y los servicios se refleja en el incremento de su financiación.

Sin embargo, la debilidad de la demanda puede reducir el saldo vivo crediticio en 2011.

este ejercicio de recapitalización fortalecerá la solvencia de las entidades de crédito españolas. De este modo, podrán superar con mayor facilidad las nuevas pruebas de resistencia que se realizarán a la banca durante la primavera. En definitiva, todo ello supone un nuevo avance en la restauración de la confianza sobre el sistema financiero español.

¿Qué efecto tendrá la recapitalización bancaria sobre la evolución del crédito? Por un lado el Banco Central Europeo (BCE) considera que la adopción del plan puede dificultar la recuperación del crédito a familias y empresas. No obstante, se espera que la mayor solidez del sistema financiero permita la apertura de los mercados mayoristas de financiación a la banca. Como consecuencia, la dependencia de las entidades bancarias españolas a la financiación del BCE se reducirá, manteniendo la tendencia iniciada desde agosto del año pasado. Todo ello ayudará a canalizar el crédito hacia el sector privado.

Existen, sin embargo, otros factores que podrían frenar la recuperación del crédito en 2011. A pesar de que las dudas sobre el riesgo inmobiliario del sistema financiero se han moderado, una evolución de éste por debajo de la esperada podría ralentizar la apertura de los mercados mayoristas. Será, por lo tanto, importante seguir de cerca la evolución de la ratio de morosidad inmobiliaria durante los próximos meses. Como ya preveíamos, esta ratio volvió a crecer en diciembre de 2010, impulsada por los elevados activos dudosos relacionados con la actividad promotora y constructora. El mantenimiento de esta tendencia elevó la tasa de morosidad del sistema bancario hasta el 6,06% en enero de este año.

Pero los factores que dificultarán el crecimiento del crédito se encuentran principalmente por el lado de la demanda. Des-

taca la débil recuperación de la economía española prevista para 2011. Aunque en menor medida, la subida del tipo de interés por parte del BCE también tendrá un ligero impacto sobre la demanda de crédito. En este último caso, nuestras previsiones anticipan dos aumentos del tipo de interés de referencia, en mayo y octubre, que lo situarán en el 1,5%. Ante estas expectativas, el tipo de interés de las nuevas concesiones crediticias aumentó 26 puntos básicos en enero. Por su lado, el tipo de interés del mercado interbancario (euríbor) aceleró el crecimiento desde inicios de año, una tendencia que se espera que se ralentice durante los próximos meses. Por otro lado, la demanda de crédito hipotecario para la adquisición de una vivienda tampoco será muy dinámica durante este año. Ello responde al aumento de la carga hipotecaria soportada por las familias debido a la subida de tipos y, sobre todo, al fin de las desgravaciones fiscales. Sin embargo, la caída de los precios de la vivienda mantendrá el esfuerzo en niveles estables.

Ante esta tesitura, no sorprende la reducción de la financiación al sector privado en enero. Pero esta caída no será generalizada a lo largo del año. El desglose de la financiación por sectores muestra que la actividad industrial y, principalmente, la de servicios crecieron en 2010, una tendencia que posiblemente se mantenga durante este año. Por otro lado, la deuda de las administraciones públicas siguió creciendo el primer mes del año.

En definitiva, se espera que un buen resultado del sistema financiero español en las pruebas de resistencia disipe las dudas sobre el sector, abriendo los mercados mayoristas de financiación a la banca. Sin embargo, la coyuntura económica anticipa una demanda crediticia débil que, posiblemente, provoque la reducción del saldo vivo del crédito en 2011.

FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS (1)

Enero 2011

	Saldo	Variación año actual	Variación 12 meses	% participación
	Millones de euros	Millones de euros	% (2)	
Sector privado	2.205.809	-6.069	0,7	77,2
Empresas no financieras	1.310.386	-2.686	1,3	45,9
<i>Préstamos de entidades residentes (3)</i>	892.899	-4.573	-0,8	31,2
<i>Valores distintos de acciones</i>	63.976	-265	11,1	2,2
<i>Préstamos del exterior</i>	353.511	2.152	5,1	12,4
Hogares (4)	895.423	-3.383	0,0	31,3
<i>Préstamos para la vivienda (3)</i>	676.164	-3.703	0,2	23,7
<i>Otros (3)</i>	215.654	306	-0,7	7,5
<i>Préstamos del exterior</i>	3.605	14	4,4	0,1
Administraciones públicas (5)	651.771	13.004	13,7	22,8
TOTAL	2.857.580	6.935	4,1	100,0

NOTAS: (1) Residentes en España.

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

(3) Incluyen préstamos titulizados fuera del balance bancario.

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

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

¿Se mantendrá la caída de los tipos de interés del pasivo bancario?

El saldo de los pasivos bancarios frente a familias y empresas se contrajo un 1,9% intermensual en enero. Esta contracción tuvo lugar en un contexto de reducción de los tipos de interés, que cayeron por segundo mes consecutivo. Se espera que el comportamiento de la rentabilidad de los depósitos afecte a la variación del saldo futuro del pasivo bancario. Sin embargo, existen diferentes factores que presionarán el tipo de interés en sentidos opuestos durante los próximos meses.

Por un lado, la paulatina apertura de los mercados de financiación a la banca española debería aminorar las necesidades de captación de depósitos de la clientela. Ello reducirá la competencia entre las entidades y, por ende, los tipos de interés de las nuevas operaciones de depósito. Este es, probablemente, el principal motivo de la caída de la rentabilidad de los depósitos bancarios en enero.

Sin embargo, este efecto podría verse debilitado por la actuación de la máxima autoridad monetaria europea durante los próximos meses. Así, la posibilidad de que se endurezcan las condiciones de acceso a las subastas de liquidez del BCE y las probables subidas del tipo de interés de referencia presionarán al alza la rentabilidad de los depósitos. Se espera que este segundo efecto empiece a cobrar más importancia durante los próximos meses, lo que supondrá un nuevo periodo de crecimiento de los tipos del pasivo durante la segunda mitad del año.

Sin embargo, es posible que la evolución de los depósitos bancarios se vea influida por el repunte de los fondos de inversión. En efecto, los datos de febrero muestran que las suscripciones netas a los fondos de inversión aumentaron. Este fue el primer incremento desde noviembre de 2009. La paulatina reducción de la aversión al riesgo en los mercados esperada para este año podría mantener esta tendencia durante 2011.

Reducción de los depósitos y la rentabilidad del pasivo en enero.

Se espera que a medio plazo, el tipo de interés vuelva a aumentar.

PASIVOS DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO FRENTE A EMPRESAS Y FAMILIAS

Enero 2011

	Saldo	Variación año actual		Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%	
A la vista	254.928	-6.838	-2,6	-5.956	-2,3	18,1
De ahorro	208.654	-2.633	-1,2	3.162	1,5	14,8
A plazo	739.348	-4.219	-0,6	27.661	3,9	52,4
En moneda extranjera	18.095	-1.287	-6,6	-5.953	-24,8	1,3
Total depósitos	1.221.025	-14.978	-1,2	18.914	1,6	86,5
Resto del pasivo (*)	190.658	-12.353	-6,1	-9.881	-4,9	13,5
TOTAL	1.411.684	-27.331	-1,9	9.033	0,6	100,0

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

Estresando a la banca en tiempos de estrés

Las carencias del sistema de supervisión del sector financiero salieron a la luz durante la Gran Recesión de los años 2008-2009. Tras este episodio, ya nadie duda que es necesaria una profunda revisión de los mecanismos de supervisión y ello ha permitido que en muy poco tiempo se hayan tomado numerosas medidas para controlar con más precisión el riesgo tomado por las distintas instituciones. Los llamados test de estrés se han convertido en una de las iniciativas estrella.

Estados Unidos fue el país pionero en llevarlos a cabo y, en parte gracias a ello, consiguió devolver la confianza de los inversores en su sistema financiero. Los países de la Unión Europea (UE) siguieron el mismo camino el año pasado, pero en este caso la reacción acabó siendo la opuesta. A pesar de que a corto plazo los mercados leyeron positivamente los resultados, la incapacidad de predecir el colapso del sistema financiero irlandés mermó seriamente su credibilidad. La efectividad de los test de estrés, por lo tanto, no está garantizada. En este recuadro repasamos sus aspectos clave.

Como es bien sabido, el objetivo de los ejercicios de estrés es analizar la capacidad de resistencia de las distintas instituciones ante condiciones muy adversas. Por ejemplo, en los ejercicios de estrés a los que se está sometiendo la banca europea estos meses se ha supuesto un retroceso del PIB para la eurozona que, según las estimaciones del BCE, tiene una probabilidad de ocurrencia inferior al 1%, así como un descenso del precio de la vivienda mayor del previsto y el mantenimiento de la tasa de paro en niveles anormalmente elevados (véase tabla siguiente). El escenario de estrés también contempla un repunte de las primas de riesgo y, por lo tanto, de los tipos de interés.

Para el caso español, por ejemplo, el escenario de estrés supone un retroceso del PIB del 1,0% en 2011, una caída del precio de la vivienda del 12,3% y una tasa de paro del 21,3%. Éstas son las variables clave a partir de las cuales cada institución debe estimar su capacidad de resistencia en colaboración con el supervisor nacional y bajo la coordinación de la European Banking Authority (EBA). La clave, naturalmente, consiste en determinar con cierta precisión el aumento de la mora y la caída del margen de intermediación que estos escenarios conllevarían.

ESCENARIO MACROECONÓMICO ASUMIDO EN LOS TEST DE ESTRÉS

	Crecimiento del PIB (%)		Tasa de paro (%)		Variación del precio de la vivienda (%)	
	2011	2012	2011	2012	2011	2012
Alemania	-0,9	0,6	6,8	6,9	4,3	0,5
España	-1,0	-1,1	21,3	22,4	-12,3	-11,0
Francia	0,4	0,2	9,6	9,8	-3,4	-12,4
Grecia	-4,0	-1,2	15,2	16,3	-9,2	-8,5
Irlanda	-1,6	0,3	14,9	15,8	-17,4	-18,8
Italia	-0,1	-1,0	8,6	9,2	-1,2	-3,5
Portugal	-3,0	-2,6	11,6	12,9	-2,9	-8,4

FUENTE: European Banking Authority.

De esta forma se pretende identificar si alguna institución presenta un desequilibrio importante. Fundamentalmente, si el nivel de capital del que dispone sería o no suficiente para sobrevivir. En este sentido, es primordial que cada país haya diseñado un sistema de recapitalización de sus entidades, ya sea mediante la inyección de capital público o privado. Ello ayuda a que los incentivos a la hora de llevar a cabo los test de estrés sean los adecuados y no haya miedo a que alguna entidad no los supere. Mientras en los Estados Unidos sí se diseñaron estos sistemas antes de llevar a cabo los test de estrés, en la UE el año pasado no todos los países lo hicieron. Este año, en cambio, la EBA quiere que todos los países lo tengan listo antes de empezar.

El éxito de los test de estrés depende también de otros factores. Un grupo de economistas de la Universidad de Nueva York, liderados por el premio Nobel de economía Robert Engle, destaca los siguientes dos aspectos.⁽¹⁾ En primer lugar, motivar los *shocks* a los que son sometidos los bancos de forma muy rigurosa. No tendría mucho sentido contemplar un escenario con una probabilidad ínfima de ocurrencia. Los escenarios deben ser improbables pero plausibles. En este sentido, la apuesta hecha por la EBA, justificar la caída del PIB de la eurozona utilizando la distribución de probabilidades de las previsiones del BCE, es un paso en la dirección adecuada. Lo que no queda tan claro, sin embargo, es cómo han derivado los escenarios para cada país. En segundo lugar, señalan la necesidad de hacer la estimación del impacto de los escenarios lo más transparente posible. Pero ello es difícil de llevar a cabo ya que al fin y al cabo consiste en la evaluación que supervisores y entidades hacen en cada caso en base a sus modelos internos. Finalmente, también apuntan que la realización de los test de estrés una vez al año puede ser insuficiente ya que si al cabo de 2 o 3 trimestres de haberse realizado aumenta la inestabilidad por un motivo no previsto, estos pueden ser poco informativos.

Para solventar estos aspectos, Engle y sus colaboradores apuestan por complementar los test de estrés que se han llevado a cabo en Estados Unidos con unos test de estrés que sólo se nutren de datos públicos: las cotizaciones bursátiles. De hecho, se puede descargar de su página web una actualización semanal de la capacidad de resistencia de cada institución.⁽²⁾ De momento, están disponibles los resultados para las principales instituciones de los Estados Unidos, pero han anunciado que próximamente ofrecerán también los resultados para Europa y Asia.

(1) Acharya, V., Cooley, T., Engle, R. y Richardson, M., «Overseeing Systemic Risk», Voxeu.org (2011).

(2) <http://vlab.stern.nyu.edu/>

Concretamente, para aproximar las potenciales necesidades de capital de cada entidad ante un *shock* sistémico estiman cuánto caería su cotización si el conjunto del índice retrocediera un 40% durante seis meses. Para ello, utilizan sofisticados modelos econométricos que les permiten tener en cuenta la correlación de la cotización de cada institución con la del conjunto del mercado, así como la volatilidad y su comportamiento cuando ocurren correcciones bruscas. Esta información la combinan con el nivel de apalancamiento de cada entidad, y estiman como cambiaría en el escenario de estrés. Ello les permite inferir las potenciales necesidades de capital que cada institución tendría para poder mantener la ratio de capital en el 8%.

A diferencia de los test de estrés que se han llevado a cabo en Estados Unidos y la UE, esta medida se puede validar utilizando datos históricos. Los autores han comprobado que en julio de 2007 el modelo hubiera identificado a Citigroup, Merrill Lynch, Freddie Mac y Lehman Brothers como las entidades con unas potenciales necesidades de capital más importantes. Además, también muestran que los resultados de su modelo son muy parecidos a los de los test de estrés llevados a cabo en Estados Unidos en mayo de 2009, lo cual consideran que es un éxito ya que el método utilizado es sencillo y transparente y permite actualizaciones periódicas.

Pero el método presentado por Engle y sus colaboradores tampoco está libre de controversia. Los movimientos de los mercados bursátiles no siempre responden a cuestiones estructurales y ello podría dañar la capacidad predictiva del modelo. Como señalan los propios autores, su propuesta debe entenderse como complementaria a los test de estrés realizados por los supervisores. Éste es el espíritu que debe perdurar en los próximos años. El proceso de transformación del modelo de supervisión sólo se encuentra en la fase inicial y, dado que no hay una solución única y definitiva para mejorarlo, debemos estar atentos para poder incorporar las nuevas aportaciones que muy probablemente se harán desde el mundo académico, regulador y de la industria.

*Este recuadro ha sido elaborado por Oriol Aspachs Bracons
Departamento de Economía Europea, Área de Estudios y Análisis Económico, "la Caixa"*

Estudios y Análisis Económico, "la Caixa"

Publicaciones

Todas las publicaciones están disponibles en Internet: www.laCaixa.es/estudios
Correo electrónico: publicacioneseestudios@lacaixa.es

■ INFORME MENSUAL

Informe sobre la situación económica (disponible también en inglés)

■ ANUARIO ECONÓMICO DE ESPAÑA 2010 Selección de indicadores

Edición completa disponible en Internet

■ COLECCIÓN COMUNIDADES AUTÓNOMAS

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

■ CÁTEDRA "la Caixa" ECONOMÍA Y SOCIEDAD

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

■ DOCUMENTOS DE ECONOMÍA "la Caixa"

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

■ "la Caixa" ECONOMIC PAPERS

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

■ "la Caixa" WORKING PAPERS

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

- 01/2008. Offshoring and wage inequality in the UK, 1992-2004 Claudia Canals
- 02/2008. The Effects of Housing Prices and Monetary Policy in a Currency Union Oriol Aspachs and Pau Rabanal
- 03/2008. Cointegrated TFP Processes and International Business Cycles P. Rabanal, J. F. Rubio-Ramírez and V. Tuesta
- 01/2009. What Matters for Education? Evidence for Catalonia Maria Gutiérrez-Domènech and Alicia Adserà
- 02/2009. The Drivers of Housing Cycles in Spain Oriol Aspachs-Bracons and Pau Rabanal
- 01/2010. The impact for Spain of the new banking regulations proposed by the Basel Committee "la Caixa" Research Department

■ ESTUDIOS ECONÓMICOS

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

Consejo Asesor

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

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

Área de Estudios y Análisis Económico

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

INFORME MENSUAL

Abril 2011

CAJA DE AHORROS Y PENSIONES DE BARCELONA

Estudios y Análisis Económico

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

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

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

GRUPO "la Caixa": DATOS MÁS RELEVANTES

a 31 de diciembre de 2010

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

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

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



Informe Mensual edición iPad

La economía desde tu sofá

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

Más información en www.laCaixa.es/estudios

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

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

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

