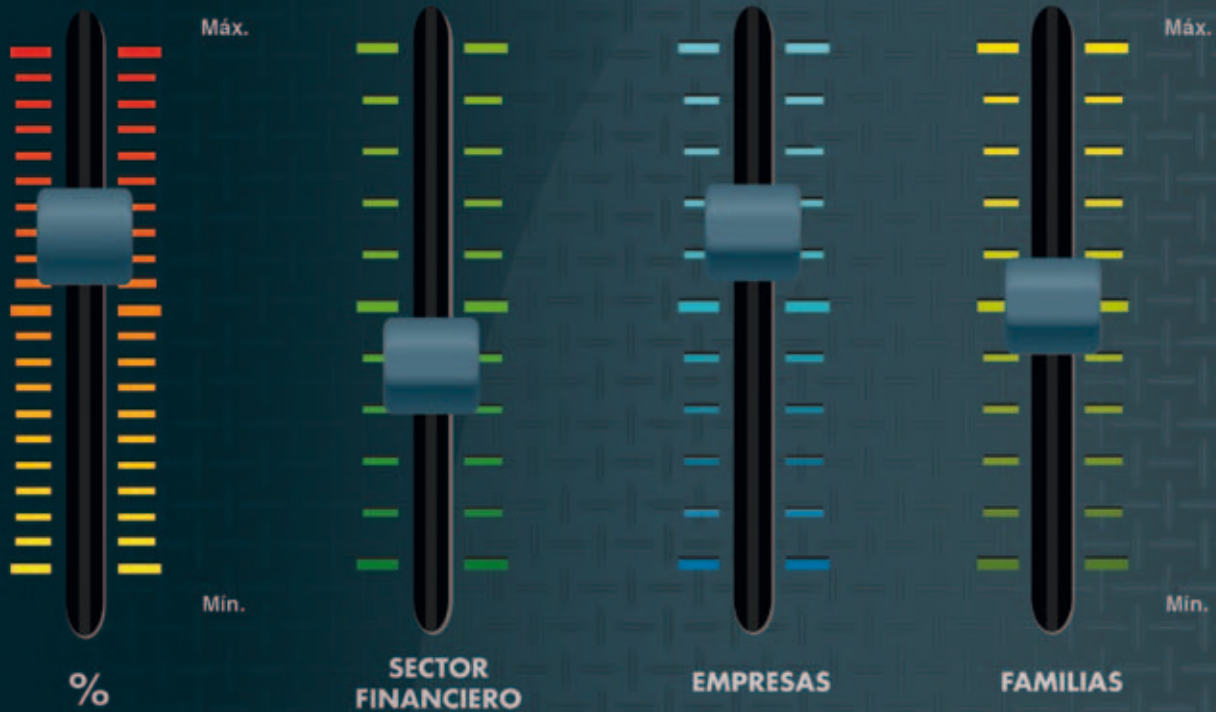


# Informe Mensual

## FISCALIDAD



## LA FISCALIDAD Y LA CRISIS ECONÓMICA Y FINANCIERA GLOBAL

*La consolidación fiscal en Estados Unidos* Pág. 11

¿Una cuestión de impuestos?

*Hacia un crecimiento sostenido y equilibrado: el papel de las reformas fiscales* Pág. 23

La reducción del déficit público, oportunidad para implementar reformas estructurales importantes

*Fiscalidad financiera: muchas propuestas, poco consenso* Pág. 44

La fiscalidad del sistema financiero tras la crisis

*Después de la crisis: ¿hay que subir o bajar los impuestos?* Pág. 64

Los países desarrollados deben adoptar decisiones de política fiscal en un contexto difícil

# Previsiones

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

	2009	2010	2011	2010				2011	
				I	II	III	IV	I	II
<b>ECONOMÍA INTERNACIONAL</b>									
Previsiones					Previsiones				
<b>Producto interior bruto</b>									
Estados Unidos	-2,6	2,9	2,8	2,4	3,0	3,2	2,8	2,3	2,7
Japón	-6,3	4,0	0,6	5,4	3,3	4,7	2,6	1,4	-0,1
Reino Unido	-4,9	1,3	2,1	-0,4	1,5	2,5	1,5	1,8	1,9
Zona del euro	-4,0	1,7	1,5	0,8	2,0	2,0	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
<b>Precios de consumo</b>									
Estados Unidos	-0,3	1,6	2,9	2,4	1,8	1,2	1,2	2,2	3,2
Japón	-1,4	-0,7	0,8	-1,1	-0,9	-0,8	0,1	0,0	0,6
Reino Unido	2,2	3,3	4,0	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	2,5	2,5
<i>Alemania</i>	0,4	1,1	2,1	0,7	1,0	1,2	1,5	2,1	2,2
<i>Francia</i>	0,1	1,5	1,9	1,3	1,6	1,5	1,7	1,8	2,0
<b>ECONOMÍA ESPAÑOLA</b>									
Previsiones					Previsiones				
<b>Agregados macroeconómicos</b>									
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 $\Delta$ 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
<b>Producto interior bruto</b>	<b>-3,7</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,5</b>	<b>-1,4</b>	<b>0,0</b>	<b>0,2</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>
<b>Otras variables</b>									
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	21,3	20,4
Índice de precios de consumo	-0,3	1,8	3,0	1,1	1,6	1,9	2,5	3,5	3,4
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	-4,3	-6,0	-5,1	-3,7	-3,2	-5,1	-4,2
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	-5,1	-3,9	-3,7	-5,5	-4,4	-3,1	-2,6	-4,6	-3,7
Saldo público (% PIB)	-11,1	-9,2	-6,4						
<b>MERCADOS FINANCIEROS</b>									
Previsiones					Previsiones				
<b>Tipos de interés internacionales</b>									
Fed Funds	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Repo BCE	1,2	1,0	1,3	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,3
Bonos EEUU 10 años	3,2	3,2	3,6	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	3,5
<b>Tipos de cambio</b>									
\$/Euro	1,39	1,33	1,42	1,38	1,27	1,29	1,36	1,37	1,47

## Índice

- 1 Editorial
- 2 Resumen ejecutivo
- 6 Coyuntura internacional
  - 6 Previsiones FMI
  - 8 Estados Unidos
- 11 *La consolidación fiscal en Estados Unidos*
  - 13 Japón
  - 15 China
  - 16 Brasil
  - 17 México
  - 18 Materias primas
- 20 Unión Europea
  - 20 Zona del euro
- 23 *Hacia un crecimiento sostenido y equilibrado: el papel de las reformas fiscales*
  - 26 Alemania
  - 29 Francia
  - 30 Italia
  - 31 Reino Unido
  - 32 Europa emergente
- 35 Mercados financieros
  - 35 Mercados monetarios y de capital
- 44 *Fiscalidad financiera: muchas propuestas, poco consenso*
- 47 Coyuntura española
  - 47 Actividad económica
  - 51 Mercado de trabajo
  - 55 Precios
  - 59 Sector exterior
  - 62 Sector público
- 64 *Después de la crisis: ¿hay que subir o bajar los impuestos?*
- 67 Ahorro y financiación

Ante la amenaza de depresión desatada por la crisis financiera global, las autoridades pusieron en marcha medidas excepcionales en tres frentes: apoyo directo al sector financiero, relajación máxima de la política monetaria y estímulos fiscales discrecionales para sustentar la demanda agregada. La medicina era adecuada, pero tenía importantes efectos secundarios. Entre otros, unos elevados déficits y deuda pública que deben ser reconducidos cuanto antes. Además, en muchos casos el crecimiento potencial de las economías ha variado sustancialmente, lo que obliga a adaptar las estructuras presupuestarias públicas a la nueva realidad. Y no sólo para enjugar los déficits, sino también, y sobre todo, para estimular el crecimiento. ¿Cómo enfocar adecuadamente la fiscalidad en la salida de la crisis?

La respuesta no puede ser más controvertida. Hay consenso en que 2011 debe ser un año de consolidación fiscal que marque claramente la tendencia hacia una reducción de los déficits y la estabilización de la deuda. Sin embargo, Estados Unidos y Europa siguen caminos divergentes, mientras que Japón, obligado a afrontar los costes de la reconstrucción derivados del terremoto, queda como caso aparte. Más caso aparte lo constituyen los países emergentes, cuyo alto crecimiento deja el factor fiscal en un plano secundario.

En Estados Unidos, el debate entre demócratas y republicanos sobre cómo contener un déficit público que en 2011 alcanzará casi el 11% del producto interior bruto (PIB), y una deuda de cerca del 100% del PIB se encuentra en su punto álgido. Las propuestas se centran en los recortes de los gastos, pero difícilmente se logrará la consolidación fiscal si no se aumentan los ingresos. La gravedad de la situación se refleja en el hecho de que el 18 de abril la agencia de calificación Standard & Poor's pusiera la calificación del país, la máxima AAA, en perspectiva negativa ante la incapacidad de los políticos de alcanzar un acuerdo fiscal para el medio plazo.

En Europa, por el contrario, el compromiso con la estabilidad presupuestaria no puede ser más claro. La crisis de la deuda soberana que se desató a partir de finales de 2009 no dejó otra alternativa que la austeridad fiscal, incluso para los países con un grado de desequilibrio menor y con mejores perspectivas económicas. La mayor parte de países miembros de la Unión Europea se han comprometido a reducir sus déficits públicos al 3% en 2013, sino antes.

Otra cosa es cómo enfocar dicha austeridad sin que la misma colapse el crecimiento. ¿Es mejor recortar gastos o subir impuestos? En general, la evidencia empírica apunta a que los recortes de los gastos son menos perjudiciales para el crecimiento económico a medio plazo que las subidas de impuestos. Y si se suben los impuestos, se entiende que las alzas de los que gravan el consumo, de algunos impuestos especiales y de los que gravan la propiedad inmobiliaria son menos perjudiciales para el crecimiento económico. Alternativamente, la mejora en la gestión tributaria y las ganancias en la eficiencia del gasto público deberían enfatizarse para conseguir los mismos objetivos pero con un menor coste. También debe considerarse la alternativa de reducir determinados impuestos si ello contribuye a crear empleo o a impulsar el crecimiento económico.

En todo caso, no existe una receta universal. Las reformas fiscales deben atender aspectos tales como la presión fiscal existente y la calidad del gasto público. Lo que hay que evitar a toda costa es el no actuar, puesto que el coste de la inacción puede ser dramáticamente elevado ya que la crisis ha dejado las cuentas públicas en estado de alerta.

## RESUMEN EJECUTIVO

**El FMI pronostica un crecimiento del 4,4% de la economía mundial en 2011.**

**Preocupan, entre otros, la subida de los precios de las materias primas, los problemas de la deuda soberana y la lenta creación de empleo.**

**La recuperación gana solidez en Estados Unidos.**

### **Favorables perspectivas para la economía mundial, con matices**

Fiel a su cita de primavera, el Fondo Monetario Internacional (FMI) dio a conocer su dictamen sobre la situación de la economía mundial. Pocas variaciones respecto a las previsiones de enero y menores riesgos de recaída en la crisis. El crecimiento de 2011 se sitúa en un robusto 4,4%, ligeramente inferior al 5,0% de 2010. Continúa el vigor de las economías emergentes, con un crecimiento esperado del 6,2% en 2011, mientras que las economías avanzadas afianzan su recuperación, que sigue siendo modesta, con un incremento previsto del 2,4% para 2011. El encarecimiento del petróleo es el mayor riesgo para el crecimiento en las economías avanzadas, a la vez que supone un riesgo inflacionista en las economías emergentes.

Según el FMI, la leve mejora de las condiciones financieras está ayudando a la recuperación de una demanda mundial que en 2011 se apoya más en el consumo privado y menos en el reajuste de existencias, como pasó en la primera mitad de 2010. El mercado de trabajo y la crisis inmobiliaria suponen los mayores lastres al crecimiento en las economías avanzadas. El retraso de la consolidación fiscal estadounidense y los problemas de la deuda soberana de los países de la periferia europea suponen otro riesgo adicional. En el caso de las economías emergentes, el encarecimiento de los alimentos es una fuente de inestabilidad política, especialmente en la región de Oriente Medio y Norte de África.

El Fondo constata que la recuperación gana solidez paulatinamente en las econo-

mías avanzadas. Las expectativas de crecimiento de Estados Unidos se mantienen algo por debajo del 3% en 2011 y 2012. Si consumo privado y sentimiento empresarial son la cara de la actividad económica, el mercado de la vivienda y el mercado de trabajo siguen siendo la cruz. El empleo se recupera con lentitud y el sector de la vivienda sigue extremadamente débil. Las perspectivas de crecimiento para 2011 son relativamente sólidas, pero no debe olvidarse que todavía reciben el apoyo de las medidas expansivas, fiscales y monetarias, adoptadas con la crisis. Así, el déficit público vuelve a estar en torno al 10% del producto interior bruto (PIB) en 2011 y los políticos no acaban de ponerse de acuerdo en cómo encarar el ajuste fiscal. La agencia Standard & Poor's ha puesto la calificación del país en observación, vista la indefinición de la política fiscal en el medio plazo.

Por lo que se refiere a la política monetaria estadounidense, el debate está en cuándo y cómo iniciar la normalización de la misma, es decir, deshacer la relajación cuantitativa adoptada para hacer frente al riesgo de depresión. La Reserva Federal considera que los riesgos de largo plazo se han incrementado, pero prevalece la idea de que la inflación subyacente permanecerá bien controlada.

Japón creció un 3,9% en 2010 gracias a la recuperación de sus exportaciones, pero para 2011 espera transitar por una senda más moderada, con un avance del 1,4%, que podría incrementarse hasta el 2,1% en 2012. Sin embargo, la previsión de crecimiento para 2011 podría corregirse a la baja si se prolongan los cortes energéticos

a causa de la crisis nuclear de Fukushima. La enorme tragedia humana que significó el terremoto de marzo supondrá unas pérdidas de *stock* de capital equivalentes a entre el 3% y el 5% del PIB, según el FMI.

Las perspectivas para las economías emergentes siguen siendo robustas, especialmente en Asia Oriental, donde destaca el crecimiento chino que, según el FMI, se mantendrá fuerte con un avance del 9,6% en 2011 y del 9,5% en 2012. Los datos más recientes señalan que China creció un robusto 9,7% interanual en el primer trimestre de 2011, ligeramente por debajo del 9,8% del trimestre anterior, aunque por encima de las previsiones del consenso. Este vigor ha venido acompañado de un nuevo repunte de la inflación, que en marzo alcanzó un 5,4%, nivel máximo en casi tres años. En este contexto, la autoridad monetaria ha vuelto a subir el tipo de interés de referencia en 0,25 puntos básicos hasta el 6,31%, la cuarta subida desde octubre.

Las economías de América Latina y del Este de Europa seguirán creciendo por debajo de las asiáticas pero mejoran sus perspectivas. En el caso de Brasil, el FMI señala el riesgo de sobrecalentamiento de la economía. El real volvió a la carga en abril, llevándose por delante el nivel de resistencia de los 1,60 reales por dólar. Los mercados han aprovechado la permuta de prioridades de las autoridades brasileñas, que han aparcado temporalmente su lucha contra la apreciación de la divisa para centrar todos sus esfuerzos en estrechar el cerco contra la inflación. Una inflación que ya alcanzó el nivel máximo del rango objetivo del banco central cuando, en abril, se situó en el 6,5% interanual. Ante dicho panorama, no sorprendió que el Comité de Política Monetaria tomara la decisión de subir el tipo de interés oficial otros 25 puntos básicos, hasta el 12%, ese mismo mes.

En la zona del euro, por su parte, se esperan crecimientos del 1,6% en 2011 y del

1,8% en 2012, con unas perspectivas de bajo crecimiento en su periferia. El FMI indica que el proceso de recuperación en la eurozona se afianza aunque el crecimiento todavía permanece por debajo de su potencial. También advierte de la fragilidad financiera de la región. Los indicadores disponibles confirman la buena marcha de la producción y de la demanda interna. Aparecen, sin embargo, tres factores que causan inquietud sobre las perspectivas económicas. Uno es la inflación, que en marzo escaló hasta una tasa anual del 2,7%; la inflación subyacente, que excluye elementos volátiles como los alimentos o la energía, está más baja, pero presenta una tendencia también creciente, que la situó en el 1,3%.

Otro elemento de inquietud lo constituye el corolario de la inflación, es decir, el tensionamiento de la política monetaria. El Banco Central Europeo incrementó en abril el tipo de interés rector hasta el 1,25%, un movimiento que ya había sido claramente anticipado por Jean-Claude Trichet a comienzos de marzo. La razón esgrimida para la subida es la preocupación de la institución por el repunte registrado en la tasa de inflación. Por último, y como resultado de la cada vez mayor distancia entre las políticas monetarias a uno y otro lado del Atlántico, preocupa la apreciación del euro, que encarece el precio de los bienes y servicios de la zona del euro con respecto al resto del mundo y perjudica las exportaciones europeas.

Con todo, el hecho más relevante del mes, sin duda, ha sido la decisión de Portugal, el 6 de abril, de solicitar la activación del mecanismo de apoyo financiero ante la irresistible presión de los mercados sobre la deuda soberana lusa. La dificultad de las negociaciones es doble, ya que el plan de ajuste comportará esfuerzos intensos de consolidación fiscal por parte de Portugal, pero, por otra parte, la convocatoria de elecciones, que se celebrarán el 5 de junio, exige

**El crecimiento chino sigue siendo robusto, pero aparecen claros síntomas de recalentamiento.**

**La recuperación de la eurozona se afianza.**

**Portugal solicita el rescate.**



## Los inversores valoran positivamente los esfuerzos de ajuste de España.

que en las negociaciones estén representados tanto el Gobierno como la oposición para que el plan sea viable en su implementación.

La presión sobre la deuda portuguesa se ha combinado con rumores de reestructuración de la deuda griega. La incertidumbre repercutió sobre el diferencial entre la deuda española y la alemana, que volvió a ampliarse, pero sin alcanzar los niveles previos y desmarcándose, al menos parcialmente, de las serias y razonables dudas que planean sobre Grecia y Portugal. Los inversores valoran positivamente los esfuerzos en materia fiscal en el caso de España y también los avances en la gobernanza económica y la solidaridad financiera en la eurozona.

## El crecimiento del primer trimestre, todavía frágil.

Las previsiones del FMI consideran que el déficit público español acentuará su corrección en 2011, situándose en el 6,2% del PIB (9,2% en 2010). Ello supone una mejora del desequilibrio de tres puntos porcentuales respecto al año anterior, el mayor descenso registrado entre las principales economías desarrolladas. Esta previsión se alinea con la del Banco de España y es solamente dos décimas más pesimista que el objetivo al que se ha comprometido el Gobierno. Parece, por lo tanto, que existe un consenso general sobre el buen resultado de las medidas de ajuste fiscal aprobadas por las autoridades económicas, principalmente a través de un menor gasto público.

Uno de los mayores riesgos a la hora de alcanzar los objetivos de déficit público es el crecimiento de la economía, puesto que difícilmente podrá reconducirse el desequilibrio si la actividad no alcanza su velocidad de crucero. Los datos disponibles del primer trimestre de 2011 muestran que la actividad económica progresa muy pausadamente. Los distintos indicadores confirman que la capacidad de recuperación del consumo, el elemento de mayor peso de la

economía, seguirá siendo bastante limitada en 2011, debido a la caída de la renta real de las familias. El débil avance del gasto de las familias, junto con la pobre evolución del gasto público y la inversión, suponen que la contribución de la demanda interna al crecimiento volverá a ser negativa en 2011.

En cambio, los datos referentes al sector exterior están siendo algo mejores que lo esperado, confirmando el importante apoyo que el mismo proporcionará al crecimiento del PIB de este año. Así, en febrero de 2011 el saldo no energético registró un superávit de 125,9 millones de euros, algo que no sucedía desde el año 1986. Esta mejora responde al mayor aumento interanual de las exportaciones, del 19,7%, frente al 12,6% registrado por las importaciones. Fruto de ello, el déficit no energético acumulado desde marzo de 2010 se redujo hasta los 15.033 millones de euros, un 77% por debajo del máximo alcanzado tres años atrás.

Aunque el proceso de recuperación parece estar bien encarrilado, la incertidumbre se mantiene elevada. Entre los riesgos a la baja, destaca la inflación derivada del encarecimiento del petróleo, que está siendo más intensa en España que en otros países del entorno; la subida de los tipos de interés, que resta poder adquisitivo al segmento de familias más endeudadas; y la lánguida recuperación del mercado de trabajo, que todavía no ha conseguido crear empleo neto. Cabe señalar, con todo, la existencia de riesgos al alza derivados de una eventual mejora más rápida de la prima de riesgo una vez se concrete el rescate de Portugal y progrese la reestructuración del sistema financiero español. La mejora de la confianza sería, sin lugar a dudas, el mejor revulsivo para la inversión empresarial.

27 de abril de 2011

## Precios, subida de tipos de interés y lenta recuperación del mercado de trabajo, principales riesgos para el crecimiento.

## CRONOLOGÍA

### 2010

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

### 2011

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

## AGENDA

### 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).

### Junio

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

## COYUNTURA INTERNACIONAL

**El FMI espera un crecimiento global del 4,4% para 2011 con menores riesgos de recaída.**

**El crecimiento es vigoroso en las economías emergentes y se asienta en las avanzadas.**

### Previsiones del FMI: crecimiento a dos velocidades

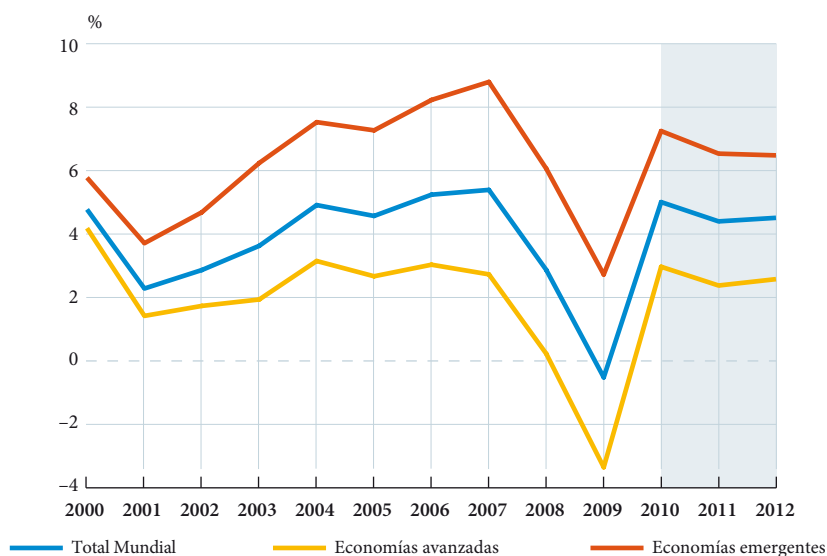
En su informe de perspectivas de la economía mundial de abril, el Fondo Monetario Internacional (FMI) mantuvo la mayoría de sus previsiones de enero y constató que los riesgos de recaída son menores. El crecimiento de 2011 se mantiene en un robusto 4,4%, ligeramente inferior al 5,0% de 2010. Continúa el vigor de las economías emergentes, con un crecimiento esperado del 6,2% para 2011, mientras que las economías avanzadas afianzan su recuperación, que sigue siendo modesta, con un avance previsto del 2,4% para 2011. El encarecimiento del petróleo es el mayor peligro para el crecimiento en las economías avanzadas, al mismo tiempo que repre-

senta un riesgo de inflación para las emergentes.

Según el FMI, la leve mejora de las condiciones financieras está ayudando a la recuperación de una demanda mundial que, en 2011, se apoya más en el consumo privado y menos en el reajuste de inventarios, como pasó en la primera mitad de 2010. El mercado de trabajo y la crisis inmobiliaria son los mayores lastres para el crecimiento en las economías avanzadas. El retraso de la consolidación fiscal estadounidense y la deuda soberana de los países de la periferia europea suponen otro riesgo adicional. En el caso de las economías emergentes, el encarecimiento de los alimentos es una fuente de inestabilidad política, especialmente en la región de Oriente Medio y en el Norte de África.

### LA RECUPERACIÓN SE CONSOLIDA

Variación interanual del PIB (\*)



NOTA: (\*) 2010, 2011 y 2012 son previsiones (sombreado).  
FUENTE: Fondo Monetario Internacional.



El Fondo constata que la recuperación gana paulatinamente solidez en las economías avanzadas. Estados Unidos mantiene sus expectativas de crecimiento, con una previsión del 2,8% para 2011 y del 2,9% para 2012, aunque el mercado laboral se recupera con demasiada lentitud y el sector de la vivienda sigue extremadamente débil. La zona del euro, por su parte, espera avanzar un 1,6% en 2011 y un 1,8% en 2012, con unas perspectivas de bajo crecimiento en su periferia.

Alemania sigue siendo el motor de la eurozona. Después del empuje exportador de 2010, que propulsó el crecimiento germano hasta el 3,5%, el FMI espera avances más moderados para 2011 y 2012, del 2,5% y del 2,1% respectivamente. España sigue viendo sus perspectivas revisadas al alza,

aunque su crecimiento seguirá siendo de los más moderados de la eurozona, con un 0,8% en 2011 y un 1,6% en 2012.

Japón presenta ciertas similitudes con Alemania como exportador entre las economías avanzadas. En 2010 su economía creció un 3,9% gracias a la recuperación de sus exportaciones, pero para 2011 se espera que la economía transite por una senda más moderada, con un avance del 1,4%, que podría incrementarse hasta el 2,1% en 2012. Sin embargo, la previsión de crecimiento para 2011 podría corregirse a la baja si se prolongan los cortes energéticos provocados por la crisis nuclear de Fukushima. La enorme tragedia humana que significó el terremoto de marzo supondrá unas pérdidas de *stock* de capital equivalentes a entre el 3% y el 5% del PIB, según el Fondo.

**Para Estados Unidos se prevé un avance del 2,8% en 2011, y para la zona del euro, un 1,6%.**

**Japón se desacelerará en 2011, mientras que China y los países emergentes de Asia seguirán liderando el crecimiento global.**

## PREVISIONES DEL FMI

Variación anual en porcentaje (\*)

	PIB		Precios de consumo		Tasa de paro (**)	
	2010	2011	2010	2011	2010	2011
Estados Unidos	2,8	2,9	2,2	1,6	8,5	7,8
Japón	1,4	2,1	0,2	0,2	4,9	4,7
China	9,6	9,5	5,0	2,5	4,0	4,0
Alemania	2,5	2,1	2,2	1,5	6,6	6,5
Francia	1,6	1,8	2,1	1,7	9,5	9,1
Italia	1,1	1,3	2,0	2,1	8,6	8,3
Reino Unido	1,7	2,3	4,2	2,0	7,8	7,7
España	0,8	1,6	2,6	1,5	19,4	18,2
<b>Zona del euro</b>	<b>1,6</b>	<b>1,8</b>	<b>2,3</b>	<b>1,7</b>	<b>9,9</b>	<b>9,6</b>
<b>Economías avanzadas</b>	<b>2,4</b>	<b>2,6</b>	<b>2,2</b>	<b>1,7</b>	<b>7,8</b>	<b>7,4</b>
<b>Países en desarrollo</b>	<b>6,5</b>	<b>6,5</b>	<b>6,9</b>	<b>5,3</b>	...	...
<i>América Latina</i>	4,7	4,2	6,7	6,0	...	...
<i>Europa del Este y Central</i>	3,7	4,0	5,1	4,2	...	...
<i>Asia emergente</i>	8,4	8,4	6,0	4,2	...	...
<b>Total mundial</b>	<b>4,4</b>	<b>4,5</b>	<b>4,5</b>	<b>3,4</b>	...	...
<b>Comercio mundial en volumen (***)</b>	<b>7,4</b>	<b>6,9</b>				

NOTAS: (\*) Previsiones de abril 2011.

(\*\*) Porcentaje sobre población activa.

(\*\*\*) Bienes y servicios.

FUENTE: Fondo Monetario Internacional.

**Estados Unidos crece un 2,3% pero la sostenibilidad del endeudamiento público pasa a un primer plano.**

Las perspectivas para las economías emergentes siguen siendo muy buenas, especialmente en la parte más oriental de Asia. Destaca el crecimiento chino, cuya potencia, según el FMI, se mantendrá, con un avance del 9,6% en 2011 y de 9,5% en 2012. Las economías del Este de Europa y de América Latina seguirán creciendo por debajo de las asiáticas, pero ven mejorar sus perspectivas.

**Estados Unidos: endeudamiento público en aras del crecimiento**

La política económica estadounidense está cada vez más sesgada al apoyo de la demanda interna al mismo tiempo que posterga la consolidación fiscal. La leve mejora de las condiciones financieras está ayudando a un asentamiento de la recuperación que ahora, a diferencia de la primera mitad 2010, se apoya más en el consumo privado y menos en el siempre fluctuante ajuste de existencias. Sin embargo, el elevado desempleo y la debilidad

del mercado de la vivienda, sin parangón desde 1945, siguen castigando en especial a la clase media. Las perspectivas de crecimiento para 2011 no van más allá del 3,0%, lo que hará que persistan estas dos lacras. De ahí el mantenimiento de políticas expansivas, cuya consecuencia será que el déficit público vuelva a estar por encima del 10% del PIB en 2011. En ausencia de un plan creíble de consolidación fiscal a medio plazo, los mercados de bonos siguen siendo benévolo con la renta fija estadounidense. Pero el episodio de un posible *apagón* gubernamental durante el mes de mayo viene a ilustrar, empero, que la sostenibilidad de la deuda pública será un elemento que estará cada vez más presente a lo largo de 2011. Al cierre de este informe el Bureau of Economic Analysis comunicó que el PIB creció un 2,3% interanual en el primer trimestre.

Los consumidores siguieron dando muestras de vigor en marzo. La ventas minoristas, sin los volátiles coches ni gasolina, avanzaron un 5,1% interanual y acumulan

**Los consumidores continúan comprando pese a todo.**

**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	Marzo
PIB real	-2,6	2,9	2,4	3,0	3,2	2,8	-	2,3	-
Ventas al por menor	-6,4	6,5	5,3	6,9	5,8	7,7	8,2	9,1	7,1
Confianza del consumidor (1)	45,2	54,5	51,7	58,2	50,9	57,0	64,8	72,0	63,4
Producción industrial	-11,2	5,3	1,6	6,5	6,9	6,4	6,0	5,8	...
Índice actividad manufacturera (ISM) (1)	46,3	57,3	58,6	57,6	55,2	57,9	60,8	61,4	61,2
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	8,8
Precios de consumo	-0,4	1,6	2,4	1,8	1,2	1,3	1,6	2,1	...
Balanza comercial (3)	-374,9	-495,7	-398,3	-450,4	-483,7	-495,7	-508,1	-514,1	...
Tipo de interés interbancario 3 meses (1)	0,7	0,3	0,3	0,5	0,3	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	70,8

NOTAS: (1) Valor.

(2) Porcentaje sobre población activa.

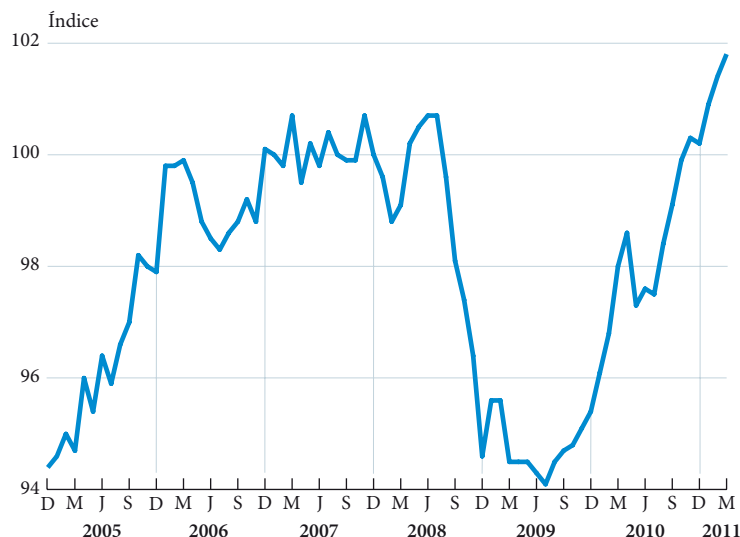
(3) Saldo acumulado de 12 meses de la balanza de bienes y servicios. Miles de millones de dólares.

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

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

## ESTADOS UNIDOS: LA RECUPERACIÓN DEL CONSUMO PRIVADO ES VIGOROSA

Ventas minoristas reales sin automóviles ni gasolina. Índice base 100 = diciembre de 2007 (\*)



NOTA: (\*) Datos deflactados por el índice de precios de consumo sin energía ni alimentos.

FUENTES: Departamento de Comercio y elaboración propia.

desde agosto una racha de ocho meses de subidas, con la excepción de diciembre. Las cuentas nacionales también confirman este buen tono del consumo. Si bien el final del repunte de la compra de bienes duraderos hará que el crecimiento del consumo se modere en el primer trimestre, lo cierto es que durante febrero la tasa de ahorro volvió a estar por debajo del 6,0% de la renta disponible de los hogares, dando muestra de la convicción compradora predominante.

El optimismo que ha venido prevaleciendo en el sentimiento empresarial se mantuvo en marzo, aunque se vio algo ensombrecido por los efectos que se espera que tenga el encarecimiento que las materias primas sobre los beneficios empresariales del primer trimestre. Aun así, la percepción empresarial, apoyada en un endeudamiento relativamente bajo, una demanda al alza y un entorno de costes laborales benigno, sigue siendo de optimismo. El índice de sentimiento empresarial del Institute for Supply Management de manufacturas de marzo apenas cedió dos décimas, que lo

dejaron en el nivel de los 61,2 puntos, aunque experimentó un retroceso en los nuevos pedidos. En servicios, el índice de producción tuvo un descenso más acusado, pasando de 66,9 a los 59,7 puntos. Pese a estas correcciones, en ambos casos los índices siguen siendo consistentes con una situación de crecimiento económico robusto.

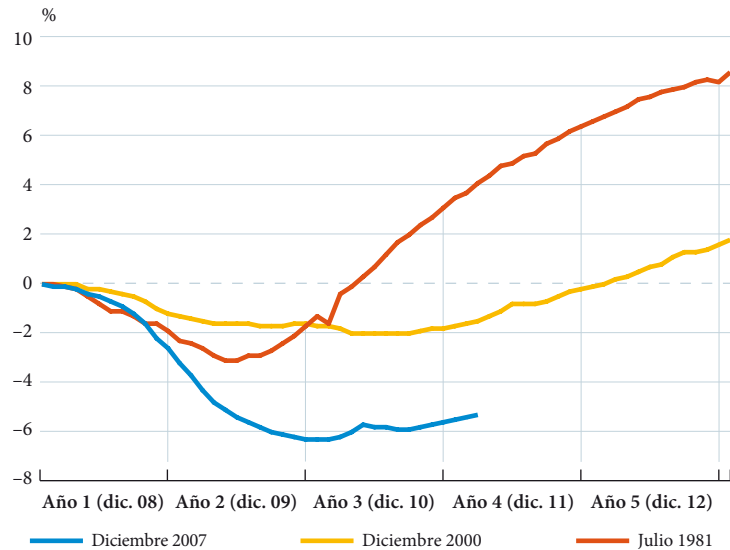
Si consumo privado y sentimiento empresarial son la cara de la actividad económica, el mercado de la vivienda y el mercado de trabajo, ambos estrechamente interrelacionados, siguen siendo la cruz. La recuperación del empleo gana fuerza en estos inicios de año pero todavía sigue siendo demasiado lenta y las perspectivas de crecimiento para 2011 hacen improbable una mejora significativa al respecto. En el primer trimestre se ha asistido a una leve aceleración en el empleo, con la creación neta de 478.000 nuevos puestos de trabajo. Sin embargo, visto en una escala temporal más amplia, los 1,5 millones de empleos creados en los últimos doce meses hasta marzo son a todas luces insuficientes para

**El optimismo empresarial sigue siendo alto a pesar de ciertas cautelas.**

**La tasa de paro baja al 8,8% pero al empleo le queda un largo camino.**

## 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 sobreoferta en la vivienda hace que los precios sigan bajando.

compensar los 8,75 millones que se perdieron durante 2008 y 2009. La tasa de desempleo también siguió mejorando, descendiendo ligeramente hasta el 8,8%, pero una parte importante de esta mejora viene de la reducción de la fuerza de trabajo a causa del aumento de desanimados, que, cuando retornen al mercado, absorberán una porción considerable de los empleos que se creen. También hay que considerar que la elevada proporción del desempleo de larga duración, una gran parte de éste debida a la pérdida de trabajos en el sector de la construcción, otro palo en la rueda de la recuperación del mercado de trabajo por su más difícil recolocación.

Un elevado desempleo provoca impagos en las cuotas hipotecarias, que acaban muchas veces en ejecuciones de los inmuebles hipotecados. Estas ejecuciones alimentan, a su vez, las existencias de viviendas disponibles para la venta y perpetúan la sobreoferta, a pesar de que la construcción sigue prácticamente detenida, con

unas viviendas iniciadas que siguen siendo un tercio de lo que era normal en los tiempos anteriores a la burbuja inmobiliaria.

La sobreoferta del sector sigue dificultando una recuperación de los precios, que, aunque con mayor lentitud que tras el estallido de la burbuja, siguen bajando y no acaban de encontrar fondo. En este sentido, el índice Case-Shiller de precios de la vivienda de segunda mano para las veinte ciudades principales retrocedió en enero y acumula en siete meses de descensos consecutivos una depreciación del 3,9%, un 31,9% respecto al máximo de abril de 2006. La riqueza inmobiliaria de los hogares representaba un nada desdeñable 110,1% del PIB nominal en el cuarto trimestre de 2010. La pérdida de riqueza que entre julio de 2010 y enero de 2011 apunta el índice Case-Shiller supera así el 4% del PIB, comparable a la provocada por el terremoto de Japón que, de no encontrar un punto de inflexión, puede acabar perjudicando al consumo.

La inflación sigue repuntando. El índice general de precios al consumo (IPC) se incrementó en un 2,7% interanual en marzo, bien por encima del 2,1% de febrero. Esta subida se debió principalmente al encarecimiento del petróleo, que en los próximos meses debería seguir alentando las alzas del índice general. Pero, aun así, el petróleo es en estos momentos un problema de crecimiento más que de precios. El IPC subyacente que, por excluir los precios de energía y alimentación, refleja más fielmente las tendencias de fondo se incrementó en un 1,2% interanual dentro de una tónica de mayor moderación que en febrero. De aquí que las preocupaciones de

la Fed sigan estando más por el lado de un crecimiento insuficiente que por el de la inflación.

En el sector exterior, el saldo comercial de febrero repitió los malos resultados de enero, con un déficit de 45.758 millones de dólares. El déficit comercial que excluye el petróleo siguió un perfil parecido, quedando en los 19.942 millones de dólares. La recuperación exportadora queda oscurecida por la marcha de las importaciones, alentadas por la relativa fortaleza del consumo privado, lo que hará difícil que tenga continuidad la contribución positiva al crecimiento del sector exterior en el cuarto trimestre.

**El IPC repunta hasta el 2,7% pero la inflación subyacente sigue siendo de un moderado 1,2%.**

**El déficit comercial sigue sin corregir a causa de la recuperación de las importaciones.**

## La consolidación fiscal en Estados Unidos

La debilidad de la demanda causada por la crisis de crédito llevó a que las economías avanzadas incurriesen en enormes déficits públicos para sostener la actividad. Amortiguado el golpe, la cuestión se centra ahora en corregir los déficits y reducir unas deudas gubernamentales que están en niveles excesivamente altos. Por ello, 2011 debe ser un año de consolidación fiscal. Sin embargo, en esta cuestión, Estados Unidos y Europa siguen caminos divergentes. Japón, obligado a afrontar los costes de reconstrucción después del terremoto, queda como un caso aparte.

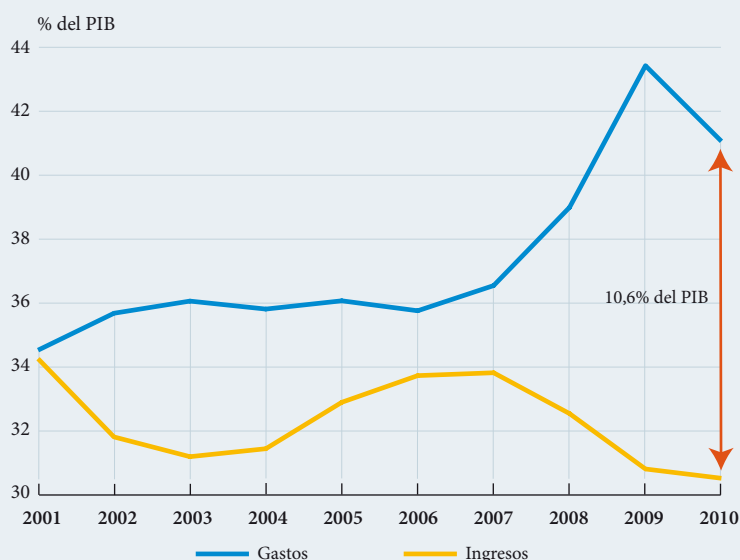
Mientras que, según el Fondo Monetario Internacional (FMI), en la eurozona el déficit público pasará del 6,1% del PIB en 2010 al 4,4% en 2011, en Estados Unidos aumentará del 10,6% al 10,8%. Y la situación no parece enderezarse lo suficiente en el medio plazo. El FMI espera que el déficit público estadounidense se mantenga en torno al 6% del PIB en 2016, mientras que en la eurozona prevé que caiga por debajo del 2%. Así, para 2016, la deuda bruta del gobierno americano podría llegar al 112% del PIB en comparación con el 86% de la eurozona. Estas cifras plantean una seria cuestión sobre la sostenibilidad de las cuentas públicas estadounidenses, tal y como ha subrayado S&P al rebajar la perspectiva del *rating* de la deuda pública americana de estable a negativa.

Estados Unidos ha tomado conciencia de la gravedad de la situación. El debate sobre el déficit público está ya en el centro de la escena política, como lo demuestran las negociaciones febriles para evitar un posible *apagón* gubernamental el próximo mes de mayo. Pero el verdadero debate está en cómo acometer la consolidación fiscal. La recuperación del equilibrio y la sostenibilidad del erario público pasan por una reducción de gastos y por un aumento de los ingresos.

La mayor parte de propuestas hasta la fecha, tanto de la administración demócrata como de la oposición republicana, ponen el énfasis en el lado del gasto. El problema, sin embargo, es que buena parte del gasto del gobierno federal, que es el nivel de gobierno que explica el grueso del déficit público, se dedica a sanidad, pensiones y otros programas de transferencias en los que el margen para el ahorro es limitado, vistas las presiones demográficas y la dificultad política de acometer reformas que modifiquen las prestaciones. Por ello, las propuestas se centran en

## ESTADOS UNIDOS: GASTO CERCA DE MÁXIMOS, INGRESOS MÍNIMOS

Gastos e ingresos de las administraciones públicas



FUENTES: FMI y elaboración propia.

reducir los denominados gastos discrecionales. Sin embargo, estos representan sólo un 40% del total de gastos y la mitad se dedican a defensa, una partida también muy delicada políticamente. En definitiva, aunque parte del ajuste del déficit fiscal provendrá de una disminución del gasto, la mayor parte de estimaciones realistas, tanto del FMI como de la Oficina Presupuestaria del Congreso, limitan el potencial ahorro a un máximo del 1%-1,5% del PIB en los próximos cinco años.

La otra alternativa para reducir el déficit es aumentar los ingresos. Esto no parece descabellado si se considera que en Estados Unidos los ingresos del total de las administraciones públicas están en un nivel relativamente bajo. En 2010, sumaron un 30,5% del PIB, unos 4 puntos del PIB por debajo de los niveles de principios de la década, la última vez que el saldo presupuestario se encontró cerca del equilibrio. La ratio también es baja si se la compara con el 35,7% del conjunto de las economías avanzadas o con el 44,4% de la eurozona en 2010. En parte, el peso de los ingresos sobre el PIB crecerá de forma automática a medida que avance la recuperación económica y crezcan el empleo y los beneficios empresariales. Pero esta inercia, por sí sola, sería insuficiente para reducir el déficit fiscal hasta el nivel necesario para estabilizar la deuda pública. Según distintos analistas, serían necesarias medidas por el lado de los ingresos que pudieran aportar en torno a un 2% del PIB a medio plazo.

No todos los aumentos de impuestos son iguales. Algunos generan más distorsiones que otros e incluso hay casos en los que un cambio de la presión impositiva puede venir asociado a una reducción de las distorsiones, por ejemplo, si se amplía la base y se reducen los tipos impositivos. En este sentido, existen tres propuestas sobre la mesa que minimizarían el efecto negativo que una subida de la presión impositiva puede tener sobre el crecimiento económico: la disminución de las deducciones fiscales, la implantación de un impuesto sobre el valor añadido (IVA) y los denominados impuestos ecológicos.



Las deducciones fiscales en Estados Unidos figuran entre las más costosas del mundo. Según la OCDE, en 2010 tuvieron un coste equivalente al 8% del PIB, cuando en Alemania apenas llegaron al 1%. A menudo, estas figuras son altamente distorsionantes y complican y restan transparencia al sistema impositivo. En concreto, existen dos tipos de deducciones que podrían repensarse. La primera es la deducción de los intereses pagados en créditos hipotecarios, que fue pensada para incentivar la propiedad frente al alquiler pero que, en la práctica, también incentiva la compra de inmuebles más grandes y más caros. Su eliminación podría generar unos ingresos anuales adicionales equivalentes al 0,4% del PIB, según las estimaciones de la Oficina del Congreso. Una propuesta similar es la de limitar el conjunto de las deducciones (incluyendo intereses hipotecarios, gastos médicos, etc.) al 15% de la renta de las personas físicas, lo que podría aumentar los ingresos públicos en un 1% del PIB.

Otro grupo importante de deducciones tiene que ver con el impuesto de sociedades, que en Estados Unidos tiene un tipo de gravamen máximo sobre los beneficios del 35%, uno de los más altos del mundo. Por contra, las deducciones son de las más generosas y ciertos tipos de empresa quedan exentas de este impuesto. La reducción de estas deducciones supondría un ahorro del 0,4% del PIB, lo que dejaría espacio suficiente para una posible reducción del tipo de gravamen en el impuesto de sociedades.

La segunda vía de aumento de ingresos sería la implantación de un IVA. En el caso de una tasa de gravamen del 5%, la Oficina Presupuestaria del Congreso ha estimado que los ingresos podrían alcanzar el 1,4% del PIB. Una de las ventajas del IVA es que no tiene efectos desincentivadores sobre el ahorro y la inversión. Su regresividad, ya que las familias con bajos ingresos gastan una parte mayor de sus ingresos, podría compensarse excluyendo del impuesto los productos de primera necesidad.

En tercer lugar, los impuestos verdes podrían también tener su razón de ser en una economía con una elevada intensidad energética. Un impuesto adicional de 0,25 dólares por galón (3,78 litros) de gasolina, por ejemplo, recaudaría alrededor de un 0,2% del PIB. También se ha estimado que la subasta de permisos para las emisiones de dióxido de carbono compatibles con una reducción de emisiones de un 20% podría suponer unos ingresos equivalentes al 0,6% del PIB.

Queda claro que las soluciones para reducir el déficit existen, unas mejores que otras. Cabe esperar que, en un país que se ha caracterizado por el éxito de sus comisiones bipartidistas, se encuentre el camino político adecuado para asegurar la sostenibilidad de las finanzas públicas.

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

## **Japón: confiando en solucionar una crisis nuclear**

La economía nipona experimentará una importante desaceleración en 2011 una vez pasados los efectos del repunte exportador de inicios de 2010. A esto se le añade los efectos del terremoto de marzo y la crisis nuclear de la central de Fukushima,

que constituye el mayor riesgo para el crecimiento japonés en 2011. A la indudable tragedia humana se le añaden unas pérdidas de riqueza cuya estimación ha venido corrigiéndose al alza durante las últimas semanas, pasando de los 16 a los 25 billones de yenes, un 3,0% y un 5,0% de lo que es el PIB. A pesar de ello, los efectos directos del terremoto y del tsunami sobre el

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

## 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	Marzo
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	0,1	...
Producción industrial	-21,8	16,0	27,1	21,1	12,9	5,0	1,8	2,9	...
Índice de actividad empresarial (Tankan) (1)	-40,8	0,0	-14,0	1,0	8,0	5,0	-	6,0	-
Viviendas iniciadas	-27,7	2,7	-7,0	-0,8	13,7	6,8	2,3	10,2	...
Tasa de paro (2)	5,1	5,1	5,1	5,1	5,0	5,0	4,9	4,6	...
Precios de consumo	-1,3	-0,7	-1,2	-1,0	-0,8	0,1	0,0	0,1	...
Balanza comercial (3)	4,0	7,9	6,7	7,4	8,1	7,9	7,3	7,2	...
Tipo interbancario 3 meses (4)	0,6	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	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	110,5

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.

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

crecimiento del PIB, que es una medida de actividad, no de riqueza, podrían ser moderados, tal como lo fueron los del terremoto de Kobe en 1995. Pero las complicaciones del reactor nuclear de Fukushima están prolongando los cortes energéticos y dificultando así la reactivación de la actividad económica.

Los efectos ya se están dejando sentir en la producción de empresas como Sony, Honda o Toyota. Así, en un país donde la energía nuclear suministra el 29% de la potencia eléctrica, el crecimiento del segundo trimestre debería ser negativo, mientras que en la segunda mitad de año debería experimentarse una recuperación que dejaría el crecimiento para el conjunto de 2011 en un 0,7%. Los riesgos de esta previsión son a la baja, vista la evolución de la situación de la central de Fukushima, que podría llevar a un retroceso del PIB en el conjunto de 2011.

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 a causa de la repatriación de activos por parte de las aseguradoras y la especulación, se niega a monetizar deuda, pero el hecho de que los principales prestamistas del Gobierno sean los mismos japoneses debería aliviar las presiones a corto plazo.

El IPC de febrero volvió a tener un incremento interanual nulo, mientras que el IPC subyacente, que excluye la energía y alimentos, volvió a descender un 0,6% interanual. El fin de la deflación se presenta incierto. El terremoto debería tener efectos inflacionistas para 2011, pero la cautela de los consumidores ante los cortes energéticos podría operar en dirección contraria al paralizar la actividad. Así, los precios de Tokio descendieron en marzo un 0,3% respecto a febrero, el mayor retroceso intermensual desde septiembre.

## China: ¿aterrizaje suave?

China creció un robusto 9,7% interanual el primer trimestre del año, ligeramente por debajo del 9,8% del trimestre anterior aunque por encima de las previsiones del consenso. Este vigor ha venido de la mano de un nuevo repunte de la inflación, que en marzo alcanzó un 5,4% –nivel máximo en casi tres años–. Con todo, nuestro escenario central todavía prevé un aterrizaje suave de la economía asiática, con avances que se sitúan alrededor del 9% para 2011 y 2012. Ello, siempre y cuando no se consoliden los riesgos de sobrecalentamiento que sobrevuelan el país.

En un contexto de fuerte crecimiento y de tensiones inflacionistas, la autoridad monetaria ha vuelto a subir el tipo de interés de referencia en 0,25 puntos básicos hasta el 6,31% –la cuarta subida desde octubre y la primera de 2011–. Ello se une a las numerosas subidas del coeficiente de caja, las limitaciones de crédito y la mayor flexibilidad de la moneda. Ante los ya mencionados temores de sobrecalentamiento y con una política fiscal todavía activa, esperamos que la normalización monetaria prosiga a un ritmo algo mayor del anticipado hace unos meses. En particular, prevemos dos nuevas subidas hasta finales de año,

varios aumentos del coeficiente de caja y una apreciación del renminbi con respecto al dólar algo más elevada –aunque todavía gradual– de la observada en los últimos meses.

En un reciente discurso, el Primer Ministro Wen Jiabao se comprometió a abordar de manera contundente el problema inflacionista, así como a enfriar el sector inmobiliario. Con respecto a este sector, un reciente estudio del FMI revela una subida acumulada en el precio de la vivienda para 35 ciudades del país del 45% en los últimos 5 años. Asimismo, este artículo afirma que aunque en algunas de estas grandes ciudades, especialmente costeras, existen claros indicios de burbuja, no se puede concluir que ello ocurra de manera generalizada en todo el país. Con todo, otros estudios sí sospechan de una burbuja inmobiliaria china. Por ahora, el gobierno ha tomado varias medidas para enfriar dicho sector: aumentos en la entrada exigida en la adquisición de la segunda y tercera vivienda, tipos de interés mayores para las hipotecas de las segundas residencias, las ya mencionadas restricciones crediticias a promotores y la construcción de viviendas sociales.

En este entorno de dinamismo económico, los indicadores de actividad más re-

**China avanza un robusto 9,7% interanual en el primer trimestre de 2011.**

**La normalización monetaria deberá proseguir a un ritmo mayor para disminuir los riesgos de sobrecalentamiento.**

## 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	Marzo
PIB real	9,2	10,3	11,9	10,3	9,6	9,8	–	9,7	–
Producción industrial	12,5	15,7	19,8	16,0	13,5	13,3	13,3	14,9	14,8
Producción eléctrica	6,8	14,0	22,6	17,8	11,8	6,2	8,2	15,0	13,7
Precios de consumo	–0,7	3,3	2,2	2,9	3,5	4,7	4,9	4,9	5,4
Balanza comercial (*)	196	184	148	155	182	184	176	162	169
Tipo de interés de referencia (**)	5,31	5,81	5,31	5,31	5,31	5,81	5,81	6,06	6,06
Renminbi por dólar	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8	6,7	6,6	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.

**Enfriar el sector inmobiliario también está en el punto de mira del ejecutivo.**

cientes, correspondientes al mes de marzo, no hacen sino resaltar esta marcada vitalidad. Así, la producción industrial creció un robusto 14,8% en marzo, por encima del 14,1% de enero y febrero combinados. Las ventas al por menor subieron un 17,4% interanual en términos corrientes, también por encima de los dos últimos meses combinados. En el capítulo inversor, la inversión en capital fijo avanzó un 25%, por encima del 24,5% de diciembre. Por último, el índice de gestores de compras (PMI) se situó en los 53,4 puntos, el primer ascenso después de tres meses de bajadas.

En definitiva, el riesgo de sobrecalentamiento y de burbujas en el sector inmobiliario, en especial en muchas de las grandes ciudades costeras, siguen siendo las principales preocupaciones a las que se enfrenta el gigante asiático. Si bien, a medio plazo, la dificultad de promover el consumo interno y la inversión privada, frente a la preponderancia del sector exterior, es el principal riesgo al que se enfrenta la economía si quiere apuntalar la sostenibilidad de sus altas tasas de crecimiento.

**Crece el riesgo de sobrecalentamiento en Brasil.**

## **Brasil: inflación y real, fuera de control**

El real volvió a la carga en abril, llevándose por delante el nivel de resistencia de los 1,6 reales por dólar. Los mercados han aprovechado el cambio de prioridades de las autoridades brasileñas, que han aparcado temporalmente su lucha contra la apreciación de la divisa para centrar todos sus esfuerzos en estrechar el cerco contra la inflación. Una inflación que ya alcanzó el nivel máximo del rango objetivo del Banco en abril, cuando se situó en el 6,5% interanual.

Ante dicho panorama, no sorprendió a nadie que el Comité de Política Monetaria tomara la decisión de subir la tasa Selic otros 25 puntos básicos, hasta el 12%, ese mismo mes. No sorprendió incluso a pesar de que, tras su anterior reunión, el COPOM dio a entender su intención de acotar y acortar su plan de ajustes del tipo de interés de referencia en 2011 y posponer su meta de inflación del 4,5% hasta finales de 2012, al atribuir las presiones sobre precios

### **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	Marzo
PIB real	-0,7	7,5	9,4	9,1	6,8	5,0	-	...	-
Producción industrial	-7,3	10,5	17,2	14,0	8,1	3,6	2,2	3,1	...
Confianza del consumidor (*)	138,3	157,9	158,1	154,6	159,5	159,3	159,9	162,2	158,2
Tasa de paro general (**)	8,1	6,7	7,4	7,3	6,6	5,7	6,1	6,4	...
Precios de consumo	4,9	5,0	4,9	5,1	4,6	5,6	6,0	6,0	6,3
Balanza comercial (***)	25,3	20,3	23,2	19,3	16,9	20,3	20,9	21,7	22,6
Tipo de interés SELIC (%)	9,92	10,00	8,75	10,25	10,75	10,75	11,25	11,25	11,75
Reales por dólar (*)	2,3	1,8	1,8	1,8	1,7	1,7	1,7	1,7	1,6

NOTAS: (\*) Valor.

(\*\*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

al aumento del precio global de las materias primas.

Aunque, ciertamente, la influencia de dichos factores no es despreciable, no hay duda de que, al menos en el caso de Brasil, no son la única causa del aumento de los precios. Éste también responde a una creciente presión de la demanda sobre la capacidad productiva y a un excesivo retraso en el ajuste de las políticas económicas expansivas desplegadas al llegar la crisis. En definitiva, tal como ya señala el propio FMI en su último informe de perspectivas económicas globales, existe un riesgo no infundado de sobrecalentamiento de la economía brasileña.

La evolución reciente del mercado laboral no es sino otro síntoma de que la economía brasileña puede estar sobrecalentándose en exceso. En marzo, la tasa de desempleo volvió a sorprender con un registro del 6,5%, un nivel históricamente bajo. Así pues, no es de extrañar que, además de la política monetaria, arma tradicional contra la inflación, las autoridades brasileñas recurran a todo el arsenal en sus manos para atajar las presiones sobre los precios.

En marzo, el gobierno ya anunció nuevos recortes fiscales y se esperan otros pasos en esa dirección, así como medidas adicionales para contener el avance del crédito. En ese sentido, el gobierno ya incrementó en abril el Impuesto sobre Operaciones Financieras (IOF) a los créditos de personas físicas del 1,5% al 3,0%.

A pesar de todos los esfuerzos, y de que la actividad empieza a emitir señales de moderación, será difícil evitar que la inflación supere el 7% a mediados del año y es muy probable que cierre el ejercicio en niveles no muy alejados del 6,5% actual. Con todo, la manifiesta determinación de las autoridades brasileñas de impedir a toda costa que Brasil muera de éxito ya es, en sí misma, una garantía.

### México: Un parte tranquilo

En su último informe de perspectivas económicas globales, el FMI revisó al alza el crecimiento de de la economía mexicana en 2011, confirmando que su escenario de perspectivas macroeconómicas sigue siendo muy favorable. La recuperación prosi-

**El real rompe la resistencia de los 1,60 dólares y la inflación amenaza con superar la meta del Banco Central.**

**Las autoridades aparcen la lucha contra la apreciación de la divisa y centran sus esfuerzos en atajar las presiones sobre los precios.**

**El último informe de perspectivas económicas del FMI confirma el buen tono de la recuperación mexicana.**

## 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	Marzo
PIB real	-6,1	5,5	5,0	7,4	5,3	4,4	-	...	-
Producción industrial	-7,1	6,0	5,5	7,6	6,5	4,6	6,7	5,2	...
Confianza del consumidor (*)	80,5	86,3	81,5	84,9	89,2	89,6	92,3	92,3	91,7
Índice avanzado de actividad (*)	110,9	117,2	115,3	116,9	117,7	118,8	120,3	120,7	...
Tasa de paro general (**)	5,5	5,4	5,4	5,2	5,6	5,3	5,4	5,4	...
Precios de consumo	5,0	3,9	4,8	4,0	3,7	4,2	3,8	3,6	3,0
Balanza comercial (***)	-4,6	-3,1	-1,9	-2,4	-2,0	-3,1	-2,6	-2,8	-1,7
Tipo de interés oficial de Banxico (%)	6,75	4,50	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	11,9

NOTAS: (\*) Valor.

(\*\*) Porcentaje sobre población activa.

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

FUENTES: Banco de México y elaboración propia.

**La actividad gana ritmo sin generar presiones sobre los precios.**

que su consolidación, liderada por la exportación, pero también progresivamente aupada por la demanda interna. Por si esto fuera poco, a diferencia de otras economías no muy lejanas con problemas de sobrecalentamiento, el crecimiento económico mexicano avanza exento de presiones inflacionistas.

Lo que también avanza es el peso. En los últimos meses, la moneda mexicana ha acelerado su apreciación respecto al dólar debido, en gran medida, al buen tono de la exportación manufacturera y al vigor de los in-flujos de capital en relación con la pequeña magnitud (en términos relativos) del déficit por cuenta corriente. No esperamos que dicha tendencia se revierta a corto plazo. Los últimos datos del comercio exterior muestran que las exportaciones sin petróleo crecieron un notable 23,7%. Por su parte, la demanda interna también emite claras señales de fortaleza, impulsada por la mejoría del mercado laboral, el aumento del salario real medio y el avance del crédito.

Aunque el crecimiento económico gana *momentum* y es probable que la inflación repunte en los próximos meses debido a efectos de base y a la volatilidad de los precios alimentarios, mantenemos sin cambios nuestro escenario de tipos y no preve-mos ninguna subida hasta principios de 2012. De todos modos, seguimos sin descartar el riesgo de que los precios alimentarios se disparen o el arranque del gasto doméstico se acelere en demasía. De ser así, la primera subida de tipos podría llegar antes de lo previsto.

En el terreno fiscal, tampoco se anticipan demasiadas sorpresas. Gobierno y oposición siguen encallados en un proceso de reforma cuyo principal objetivo es reducir la dependencia de las arcas públicas de la recaudación petrolera. Tras descartarse varias propuestas del partido del presiden-

te Calderón (PAN), tampoco parece probable que la última que presentó el PRI en marzo prospere. Sin embargo, se percibe un clima más constructivo entre gobierno y oposición. Sin duda, otra buena noticia.

### **Sigue el encarecimiento del petróleo y de los metales**

El escenario de un petróleo caro se afianza cada vez más. Entre el 15 de marzo y el 14 de abril, el precio del crudo mantuvo su rumbo alcista con una subida del 10% para situarse en los 122,15 dólares por barril (calidad Brent, para entregas a un mes), lo que arroja un incremento del 31,9% desde inicios del año.

La inestabilidad en las regiones del Norte de África y Oriente Medio sigue alimentando el alza del petróleo en un entorno de gran volatilidad. La nueva escalada de la demanda global, con un mayor peso de las naciones emergentes, cuyas economías se basan en el consumo intensivo de petróleo y otras materias primas, también seguirá presionando los precios al alza. En el caso de los alimentos, el pez se muerde la cola, ya que su encarecimiento provoca descontento y refuerza la inestabilidad política en países que a menudo son también productores de materias primas. Esta subida de los precios se traduce en inflación en muchos países emergentes que ya están creciendo al límite de sus posibilidades. También implica riesgos de bajo crecimiento para las economías avanzadas, al reducirse el poder adquisitivo de los consumidores.

El ciclo alcista continúa en otras materias primas. El índice de *The Economist* subió un 8,0% entre el 15 de marzo y el 14 de abril. Los metales básicos continuaron al alza, capitaneados por el hierro. La expansión de China, a quien corresponde el 40% de la demanda mundial de metales básicos, alimenta los incrementos de precios,

**El petróleo avanza hasta los 122 dólares por barril.**

**La incertidumbre en el Norte de África y Oriente Medio alimenta el alza del petróleo.**



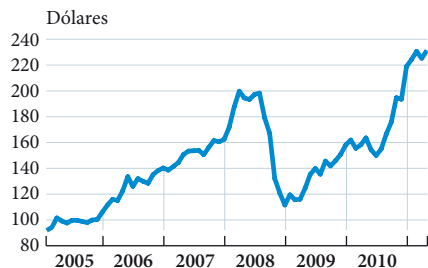
que deberían moderarse a lo largo de 2011. Los alimentos también cosecharon alzas, a excepción del arroz. Por su parte, el oro marcó un nuevo máximo histórico: 1.470,7

dólares por onza. Esto se explica por su condición de valor refugio en situaciones inciertas.

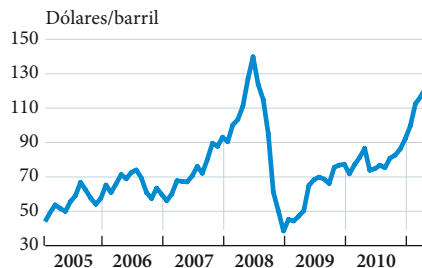
**Las materias primas retoman la senda alcista.**

## EVOLUCIÓN DE MATERIAS PRIMAS SELECCIONADAS (\*)

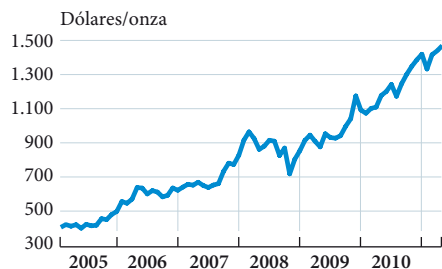
**Índice The Economist**



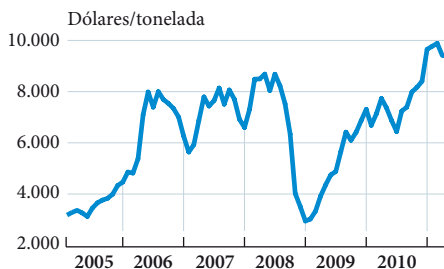
**Petróleo Brent**



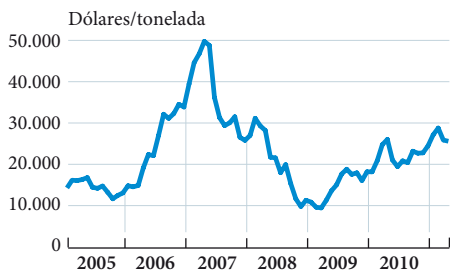
**Oro**



**Cobre**



**Níquel**



**Trigo**



NOTA: (\*) Datos correspondientes al último día del mes (último dato, 14 de abril).

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

# UNIÓN EUROPEA

**Portugal solicita la activación del mecanismo de soporte financiero.**

**En la eurozona se mantiene la actividad económica combinada con el incremento de la inflación.**

## Zona del euro: en compás de espera

En los partidos de fútbol, el medio tiempo, es decir el periodo de descanso entre las dos mitades del juego, es fundamental para que los entrenadores puedan hablar con mayor sosiego con sus jugadores y definir la estrategia de juego que será planteada teniendo en cuenta lo que ha sucedido en la primera parte.

Esta es la situación actual en la eurozona, donde los gestores de política económica están diseñando el plan de rescate de Portugal, tras la petición oficial de ayuda por parte del primer ministro en funciones, José Sócrates. Efectivamente, el 6 de abril Portugal informó al Presidente de la Comisión Europea, José Manuel Durão Barroso, la intención del país luso de solicitar

la activación del mecanismo de soporte financiero.

El comisario europeo de Asuntos Económicos y Monetarios Olli Rhen elogió la demostración de responsabilidad de Portugal para alcanzar la estabilidad económica. La dificultad de las negociaciones es doble. Por una parte el diseño técnico del plan comportará esfuerzos intensos de consolidación fiscal por parte de Portugal, pero por otra parte la convocatoria de las elecciones que se celebrarán el 5 de junio exige que en las negociaciones estén representados tanto el gobierno como la oposición para que el plan tenga visos de mayor robustez en su implementación.

La reconducción de la situación portuguesa es clave en un escenario de coyuntura

## 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	Marzo
PIB	-4,1	1,7	0,8	2,0	2,0	2,0	-	...	-
Ventas al por menor	-2,5	0,8	0,5	0,6	1,5	0,6	0,4	0,1	...
Confianza del consumidor (1)	-24,8	-14,0	-16,8	-16,7	-12,1	-10,4	-11,2	-10,0	-10,6
Producción industrial	-14,7	7,5	5,3	9,5	7,2	8,1	6,3	7,3	...
Sentimiento económico (1)	80,7	100,8	96,4	99,1	102,3	105,6	106,8	107,9	107,3
Tasa de paro (2)	9,4	10,0	10,0	10,0	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	2,7
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	1,08	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	105,2

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.

económica definido por dos tendencias muy claras. Los datos indican un mantenimiento del nivel de actividad económica combinado con un incremento de los precios en la economía de la eurozona. Efectivamente, el propio Fondo Monetario Internacional (FMI) en su informe de abril sobre las perspectivas económicas mundiales, indica que el proceso de recuperación en la eurozona se afianza aunque el crecimiento todavía permanece por debajo de su potencial. También advierte del riesgo de fragilidad financiera de la región, si bien cree que las presiones inflacionistas están controladas.

Los datos recientemente publicados sostienen la tesis del FMI, pues por ejemplo, la producción industrial mantiene su velocidad de crucero, creciendo a una tasa interanual del 7,3%, un punto porcentual superior al registro del mes anterior. Si se analiza el desglose del dato, la única caída se produce en términos interanuales, de manera acusada, en el epígrafe de energía. El motivo ha sido el menor uso de las fuentes de calefacción ante un febrero más cál-

do que el año pasado. Los componentes que mejor han evolucionado han sido los bienes de capital y los intermedios.

La tendencia registrada por la producción industrial en los últimos meses debería mantenerse en los próximos trimestres gracias al elevado número de pedidos industriales indicados por los empresarios, que es uno de los componentes que mantienen los índices de sentimiento empresarial en niveles muy altos. Este elemento debería favorecer la moderada reducción de la tasa de paro en la eurozona, que el mes de febrero ya se redujo en una décima hasta el 9,9%.

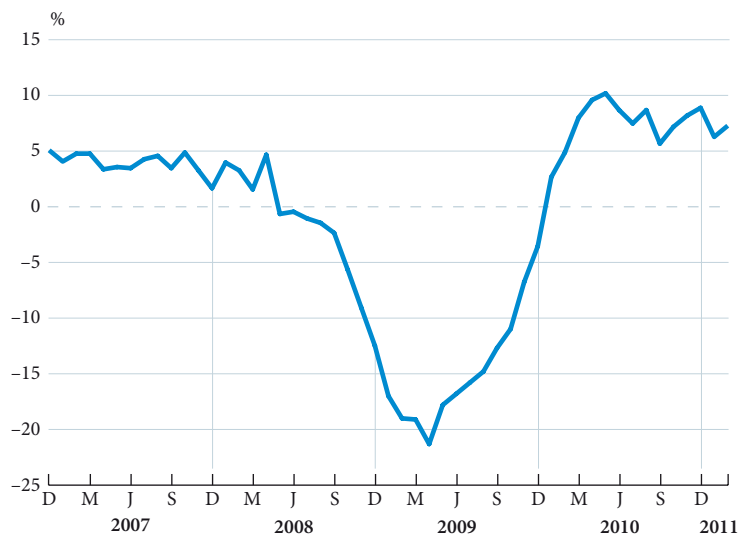
Pero tres factores combinados están creando mayor incertidumbre sobre la trayectoria del crecimiento e inflación en la eurozona. El primer elemento es la escalada de precios de las materias primas y concretamente del precio del petróleo y sus derivados. Esta tendencia está afectando de forma notable el índice de precios al consumo. Efectivamente, la inflación del mes de marzo, en la eurozona, aumentó un 1,4% inter-

**La producción industrial crece a una tasa del 7,3% interanual.**

**El precio del petróleo, los tipos de interés y la cotización del euro generan incertidumbre.**

## LA INDUSTRIA EN LA EUROZONA VIVE UN MOMENTO DULCE

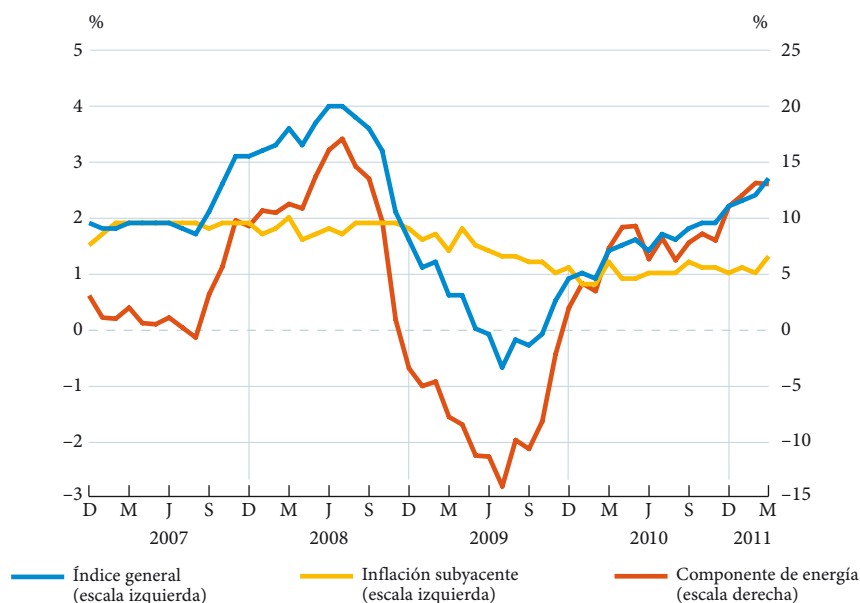
Variación interanual de la producción industrial



FUENTE: Eurostat.

## LA INFLACIÓN SUBE POR LA ENERGÍA

Variación interanual del IPC armonizado



FUENTE: Eurostat.

### El aumento de los costes energéticos y financieros reduce la renta disponible de las familias.

mensual, empujando el registro interanual hasta el 2,7%, un aumento de tres décimas con respecto a febrero. Los componentes de vestido, calzado y sobre todo el aumento de precios energéticos fueron los que tuvieron un mayor impacto en el índice. También, la inflación subyacente –excluidos los componentes más volátiles– aumentó del 1,0% al 1,3% interanual.

Esta tendencia es negativa en cuanto supone una erosión de la renta neta disponible de los consumidores y también un aumento de los costes energéticos para las empresas. Además, está provocando la aparición en escena del segundo factor que es la tendencia de subida de los tipos de interés. El encarecimiento del precio del dinero propiciado por el Banco Central Europeo (BCE), con el primer incremento del tipo de interés de referencia en el mes de abril, se está trasladando a todas las curvas de tipos de interés. Por ejemplo, en el caso del mercado interbancario, el tipo de interés euríbor a 12 meses ha alcanzado el nivel de

2,10% cuando a principios de año estaba en el 1,50%. Siguen siendo unos niveles absolutos bajos, pero ciertamente es otro factor que reduce la renta disponible de los consumidores. Por otra parte supone un encarecimiento de los costes de financiación no sólo para las familias sino además para las empresas.

Finalmente, las perspectivas de un endurecimiento de la política monetaria en la eurozona potencian el tercer elemento: la apreciación del euro. Este elemento, que encarece a nivel relativo el precio de los bienes y servicios de la zona del euro con respecto al resto del mundo, perjudica las exportaciones europeas.

Todos estos elementos nos impulsaron a rebajar nuestra estimación de crecimiento del producto interior bruto (PIB) de la eurozona en 2011 hasta el 1,5%. Y creemos que estos tres elementos seguirán manteniendo sus presiones en los próximos meses. Es evidente que un riesgo a nuestra

estimación de crecimiento lo provocaría una intensificación de estas tendencias. Sin embargo, nuestra estimación de precios de petróleo descarta, como escenario central, que se mantenga la velocidad de subida del precio del oro negro experimentada en los últimos meses. Por otra parte, creemos que la senda de subidas de los tipos de interés en la eurozona será moderada, pues el tipo de interés de referencia del BCE difícilmente se situará por encima del 1,75% a finales de año. Esto permitirá, a finales de año, disponer de un tipo de cambio del euro más favorable a las exportaciones europeas que el que actualmente tenemos.

En este contexto, los agentes económicos ajustan sus decisiones de consumo e inversión incorporando la mayor incertidumbre generada por los elementos comentados. Efectivamente, el aumento de los costes energéticos y financieros ha impulsado a las familias a reducir su gasto, como ponen de relieve los datos de ventas minoristas de los meses de enero y febrero con creci-

mientos interanuales del 0,4% y 0,1% respectivamente. De forma racional, ante una mayor incertidumbre, los consumidores prefieren mantener una política de gasto más prudente. Sin embargo, se mantienen los niveles de confianza de los consumidores alrededor de los niveles alcanzados en junio del año pasado, es decir, probablemente las familias han reducido tácticamente sus compras durante los últimos meses por el motivo de precaución, antes de tomar una decisión sobre su futura trayectoria de gasto.

El equipo de la zona del euro está utilizando inteligentemente el medio tiempo para plantear la estrategia con la que pasar la eliminatoria de forma cómoda. Si en el primer tiempo, se pudo frenar el disparo a portería de la crisis de deuda soberana en Portugal, ahora los jugadores deben neutralizar la agresividad del juego de los tres delanteros del equipo rival: el petróleo, los tipos de interés y el euro para evitar una reducción de la actividad económica.

**Ante este contexto las familias reducen ligeramente su gasto durante los últimos meses.**

## Hacia un crecimiento sostenido y equilibrado: el papel de las reformas fiscales

A lo largo de los últimos meses, se ha generado una intensa discusión acerca de las reformas que pueden contribuir a garantizar el crecimiento sostenido. En efecto, los principales organismos internacionales y las citas del G-20 han impulsado cambios estructurales que probablemente no habrían tenido lugar a no ser por esta fuerte desaceleración de la economía mundial. Las reformas propuestas abarcan ámbitos diversos como el mercado de trabajo, el sistema fiscal, la formación de capital humano, el sistema financiero y la regulación del mercado de bienes y servicios. Todas ellas buscan facilitar el desarrollo económico durante los próximos años.

Este recuadro se centra en las reformas fiscales más importantes. Éstas tienen un doble objetivo. A corto plazo, la mayoría de economías avanzadas están viéndose forzadas a acelerar el proceso de consolidación fiscal para reequilibrar sus finanzas públicas y ello es precisamente lo que pretenden las reformas puestas en marcha. A medio y largo plazo, la reforma fiscal tiene que evitar que se generen déficits públicos excesivos en el futuro y, sobre todo, debe perseguir un aumento de la eficiencia económica sin perjuicio de la equidad social.

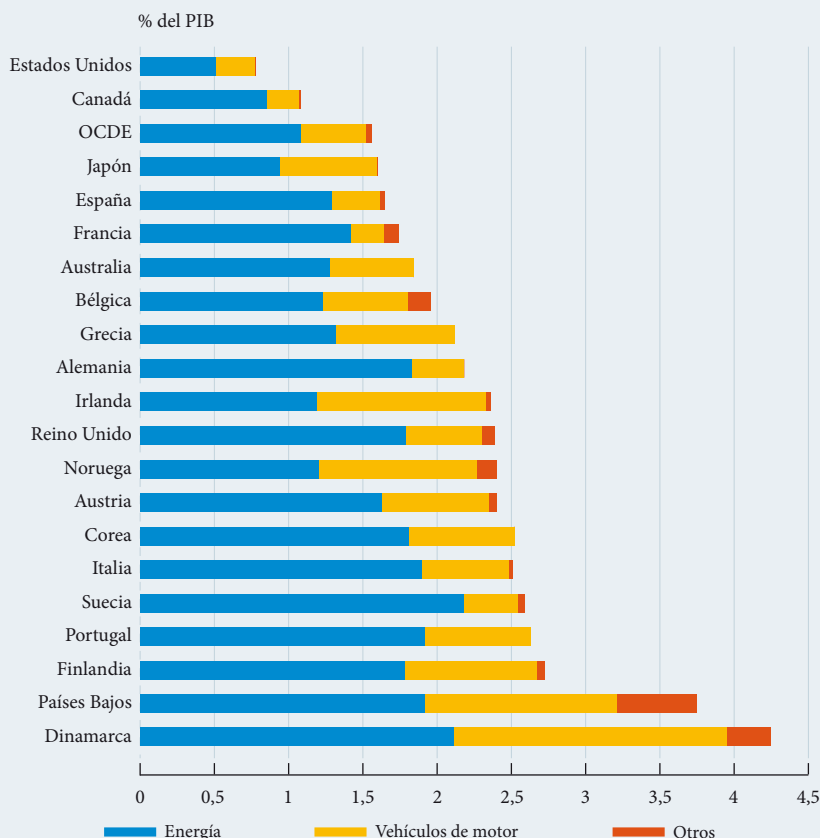
Así pues, ¿qué reformas del sistema fiscal pueden ayudar a equilibrar las cuentas públicas y estimular el crecimiento? A grandes rasgos, los cambios a implementar pueden clasificarse en tres grupos: los de carácter tributario, los orientados a conseguir un gasto público más eficiente y los que buscan incrementar el número de ocupados.

En primer lugar, una forma directa de asegurar la consolidación fiscal es a través de reformas del sistema impositivo. En este sentido, es fundamental asegurarse de que las distorsiones que éste genera sobre las decisiones de ahorro, trabajo e inversión son mínimas ya que ello acaba determinando la productividad final de una economía. El recuadro «Después de la crisis: hay que subir o bajar los impuestos?» trata este tema en profundidad pero, a grandes rasgos, el tipo de gravamen cuyo recorrido al alza parece ser más limitado es el impuesto de sociedades. En efecto, según el análisis llevado a cabo por Arnold y Schweltnus, de la OCDE, un aumento de estos impuestos podría reducir la productividad y la inversión de las empresas en aquellos países que los tienen especialmente elevados, sobre todo aquellas con un elevado nivel tecnológico.<sup>(1)</sup>

En esta misma línea, el trabajo de Johansson y otros autores, también de la OCDE, busca la estructura del sistema impositivo que tiene el menor impacto negativo sobre el PIB per cápita. Para ello, se compara entre países y a través del tiempo la distribución impositiva (y su nivel) con el crecimiento del PIB per cápita. Los autores concluyen que el sistema más eficiente es aquel en el que el impuesto de sociedades tiene relativamente menor peso,

### NOTABLES DIFERENCIAS ENTRE PAÍSES EN LOS INGRESOS POR GRAVÁMENES AMBIENTALES

Ingresos por impuestos ambientales (2008)



FUENTES: «Economic Policy Reforms 2011: Going for Growth» (OCDE) y elaboración propia.

(1) J. Arnold y A. Schweltnus. «Do Corporate Taxes Reduce Productivity and Investment at the Firm Level? Cross Country Evidence from the Amadeus Dataset.» OECD Economics Department Working Papers no. 641 (2008).



seguido del tributo a la renta personal y al consumo. Por último, los gravámenes a la propiedad son los que tienen el menor impacto sobre el crecimiento.<sup>(2)</sup>

Por otro lado, otra discusión relevante es cómo deberían tratarse fiscalmente las externalidades negativas, es decir, la realización de actividades cuyos costes se traspasan a la sociedad. Habitualmente, es preferible tasarlas de forma directa antes que financiar la fabricación de productos alternativos. Por ejemplo, gravar la emisión de gases contaminantes y comercializar permisos para su emisión funciona mejor que subsidiar la producción de energías renovables. Esto último no solo incrementa el déficit presupuestario sino que además es ineficiente en su objetivo de reducir la contaminación. Dentro de este ámbito, en el siguiente gráfico se observa que los ingresos por impuestos ambientales varían considerablemente entre países y ello sugiere que algunos tienen margen para aumentar los ingresos por esta vía.

En segundo lugar, los cambios en el sistema fiscal también deben buscar ganancias de eficiencia del gasto público. De este modo, estudios de la OCDE (véase «Economic Policy Reforms 2011, Going for Growth») recomiendan que en ciertos casos puede ser conveniente reducir las ayudas al sector agrícola, energético e inmobiliario, especialmente cuando estos subsidios no van dirigidos a resolver algún fallo en el funcionamiento del mercado.

Pero las dos partidas a las que se les dedica más atención, por su peso en el conjunto del gasto público, son educación y salud. En este sentido, estos trabajos apuntan a que, en determinados casos, es posible mantener la calidad del servicio prestado con un coste menor. La clave reside en evaluar con precisión la eficiencia del gasto realizado. Por ejemplo, se estima que si los países menos eficientes en el sistema educativo –esto es, aquellos que obtienen en promedio peores resultados en las pruebas internacionales de PISA en relación con su ratio de profesor por 100 alumnos y a las características socioeconómicas de los estudiantes– adoptaran las prácticas de los más eficientes se disminuiría el gasto de esta partida entre el 0,2 y el 0,4% del PIB. En algunos países incluso el ahorro podría alcanzar el 1,3% del PIB. Este estudio también calcula que el gasto en educación es relativamente eficiente para España y, por lo tanto, su margen de ahorro en comparación con otros países es limitado, del 0,3% del PIB.

De igual forma, se estima que el ahorro potencial del gasto público en el sistema sanitario podría alcanzar en promedio un 2% del PIB si los países menos eficientes imitaran los procedimientos de otros, más óptimos, sin detrimento de su esperanza de vida. En este caso, este análisis muestra que si España adoptara la estructura del sistema sanitario de los países con los mejores resultados podría ahorrarse un 1,6% del PIB. Esta cifra, aun siendo no despreciable, se encuentra bastante por debajo de la media de los países de la OCDE y ello indica que el gasto sanitario en España es relativamente eficiente dentro de las economías más avanzadas.

Además de las medidas dirigidas a cambiar el sistema tributario y a eliminar las ineficiencias del gasto público, otra forma de asegurar la consolidación fiscal a largo plazo es a través de políticas que dinamicen el mercado laboral. Una reducción de la tasa de paro no solo reduce el gasto público, sino que también aumenta los ingresos. Según distintos organismos internacionales, los países deben asegurarse de que la influencia del sistema sobre los incentivos de los parados en busca de empleo sea mínima. Otra opción que distintas economías avanzadas han tomado consiste en flexibilizar la edad de jubilación. En este caso, además, también se pretende cumplir con un criterio de justicia intergeneracional en un entorno demográfico en el que la esperanza de vida no cesa de aumentar.

(2) A. Johansson, *et al.* «Taxation and Economic Growth.» OECD Economics Department Working Papers no. 620 (2008).

## LOS PAÍSES SE ENFRENTAN A DISTINTAS PRIORIDADES EN LA REFORMA DE SU SISTEMA IMPOSITIVO

Reformas del sistema impositivo	Prioridades por países
Mejorar la eficiencia del sistema impositivo	Australia, Brasil, Canadá, Alemania, Japón, Estados Unidos
Reducir los impuestos implícitos de trabajar en edades más avanzadas	Francia, España, Turquía
Reducir la carga fiscal de las rentas del trabajo	Australia, Brasil, Alemania, Francia
Aumentar el peso relativo de los impuestos indirectos	Italia, Corea
Reducir las trabas a la participación femenina en el mercado laboral	Alemania
Eliminar gradualmente los subsidios a la energía	Indonesia

FUENTE: Base de datos de la OCDE «Going for Growth».

Por tanto, la batería de medidas encaminadas a garantizar la consolidación fiscal y así el avance de la economía son muchas. No obstante, no todos los países requieren las mismas reformas fiscales, al menos las más urgentes, ya que éstas pueden variar según sean sus debilidades. En este contexto, la OCDE identifica, en un estudio comparativo, las políticas prioritarias por zonas.<sup>(3)</sup> Este análisis sugiere que España, Francia y Turquía deberían reducir los impuestos implícitos al trabajo en edades más avanzadas (véase la tabla anterior). Por el contrario, para el caso alemán señala que sería indicado incentivar una mayor participación femenina en el mercado laboral.

En definitiva, el actual proceso de reducción del déficit público en muchos países se presenta como una oportunidad para que se implementen reformas estructurales importantes. Las diferencias entre países hacen que no haya una receta única para estos cambios y que deban diseñarse a la carta según sean las debilidades de cada uno. Aunque ello requiera un estudio profundo para cada país, merece la pena hacerlo, pues los beneficios son potencialmente muy grandes.

(3) OCDE. «Pursuing Strong, Sustainable and Balanced Growth: the Role of Structural Reform» (2010).

*Este recuadro ha sido elaborado por Maria Gutiérrez-Domènech  
Departamento de Economía Europea, Área de Estudios y Análisis Económico, "la Caixa"*

### Aceleración del crecimiento económico germano en el primer trimestre.

#### La locomotora alemana sigue tirando

La competitividad de la economía alemana le permite seguir bien posicionada y aprovechar el empuje de la demanda exterior, en particular de los países más dinámicos, como China. Pero progresivamente la demanda interior va tomando el relevo para impulsar la economía. De esta forma, los indicadores disponibles apuntan a una aceleración del crecimiento económico en el primer trimestre de 2011 después de una ligera ralentización en los

últimos meses de 2010 a causa sobre todo del mal tiempo.

El consumo de los hogares ha presentado un buen tono al comienzo del ejercicio, con un crecimiento de las ventas al por menor del 2,4% interanual en el primer bimestre, más de un punto por encima del anotado en octubre-diciembre de 2010. Asimismo, las ventas de automóviles subieron el 13,9% en el primer trimestre de 2011 en relación con el mismo periodo del año anterior. Las buenas perspectivas del mercado

## 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	Marzo
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	2,6	1,1	3,4	1,6	...
Producción industrial	-15,4	10,0	6,2	12,2	10,3	11,5	12,6	14,7	...
Índice de actividad empresarial (IFO) (*)	87,7	103,5	96,6	101,8	106,7	109,0	110,3	111,3	111,1
Tasa de paro (**)	8,1	7,7	8,0	7,7	7,6	7,5	7,4	7,3	7,1
Precios de consumo	0,4	1,1	0,7	1,0	1,2	1,5	2,0	2,1	2,1
Balanza comercial (***)	142,8	149,2	143,3	150,2	149,9	153,4	153,8	152,6	...

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.

laboral y la expectativa de un aumento de las rentas de las familias han apoyado el consumo. No obstante, el repunte de la inflación en los últimos meses está afectando al ánimo de los consumidores, de modo que probablemente el ritmo de avance del consumo tenderá a disminuir.

Por su parte, la inversión se muestra dinámica en vista de rendimientos atractivos. A pesar del giro alcista del Banco Central Europeo en el mes de abril los bajos tipos de interés continúan estimulando a la inversión. Así, la producción industrial de bienes de equipo sigue expandiéndose a un fuerte ritmo y el índice IFO de actividad empresarial continúa situándose en niveles elevados, si bien ha retrocedido un poco en los últimos meses.

Las exportaciones siguen boyantes, con un incremento interanual del 21,0% en febrero. Las ventas al exterior de bienes en términos desestacionalizados ya se colocaban por encima del nivel previo a la crisis mundial. Por su parte, las importaciones aumentaron todavía más en los últimos doce meses, el 27,0%, y contribuyeron a tirar de la economía europea.

Por el lado de la oferta, se aprecia que la industria pulsa con vigor. Y las perspectivas son buenas para los próximos meses, a juzgar por las carteras de pedidos. En efecto, en febrero las entradas de pedidos del interior aumentaron el 15,8% y las procedentes del exterior, el 23,9% en volumen y en relación con el mismo mes de 2010. Además, la construcción se reactivó fuertemente en los primeros meses del ejercicio, especialmente en el sector residencial. En cuanto a los servicios, cabe señalar que las pernitaciones interiores turísticas en febrero anotaron un ascenso interanual del 1%.

La buena marcha de la economía se traduce en una senda de creación de ocupación. En este contexto, la cifra de los trabajadores en jornada reducida, el denominado *Kurzarbeit*, en febrero sólo representaba el 11% del máximo alcanzado en mayo de 2009. De esta forma, la tasa de paro continuó descendiendo hasta situarse en el 7,1%. Por otro lado, ha aumentado sensiblemente la demanda de trabajadores cualificados, que se prevé cubrir en parte con empleados extranjeros, especialmente ingenieros.

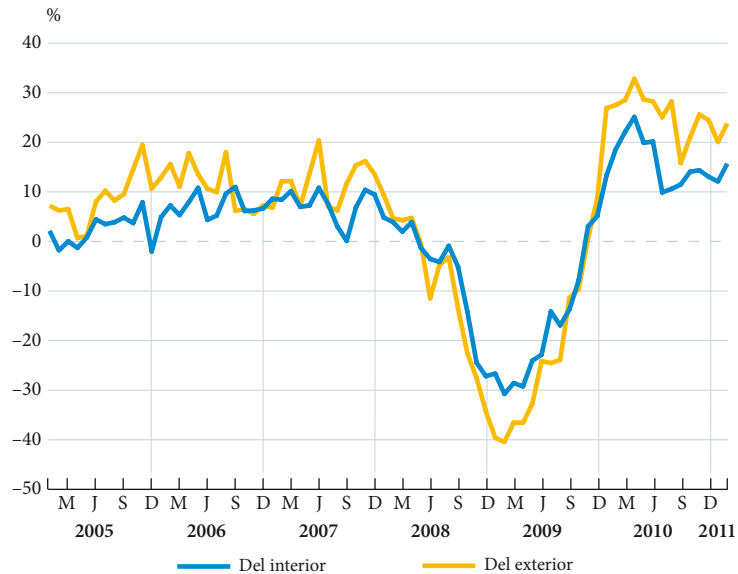
Como contrapunto, la tasa de inflación de los precios de consumo ha experimentado

**La favorable evolución del mercado laboral apoya el consumo.**

**Reactivación del sector residencial de la construcción.**

## FAVORABLES PERSPECTIVAS INDUSTRIALES EN ALEMANIA

Tasa de variación interanual de las entradas de pedidos en la industria (\*)



NOTA: (\*) Datos en volumen y corregidos de calendario.

FUENTES: Statistisches Bundesamt Deutschland y elaboración propia.

### El Gobierno alemán aprueba el Plan Nacional de Reformas 2011 para apoyar la competitividad.

un repunte desde el 1,3% en septiembre de 2010 hasta el 2,1% en marzo, impulsado sobre todo por la energía a consecuencia del encarecimiento del petróleo. En el mes de marzo, a pesar de un incremento mensual del 0,5% la tasa interanual permaneció en el 2,1% por un efecto de base. La apreciación del euro ha moderado las presiones inflacionistas por la escalada de los precios de las materias primas, pero las tensiones se manifiestan crudamente en un aumento interanual del 11,9% de los precios de importación. Por su parte, los salarios también han tendido a subir, pero con moderación, y sus aumentos pueden ser absorbidos por los superiores avances de la productividad.

Para apuntalar la recuperación germana el Gobierno federal aprobó el Programa Nacional de Reformas 2011 al principio de abril. El conjunto de medidas apoya a la competitividad, la apertura de los merca-

dos, la formación y la empleabilidad de los trabajadores, la consolidación de las cuentas públicas, así como a la estabilización del sector financiero. Este programa se inscribe en la «Estrategia Europa 2020» para impulsar la ocupación y el crecimiento y despliega asimismo el Pacto por el Euro Plus.

Por otro lado, el Gobierno federal elevó en 3 décimas su previsión de crecimiento para 2011 hasta el 2,6% y situó en el 1,8% la proyección para 2012. De este modo, el número de desempleados se prevé que prosiga cayendo hasta situarse en 2,7 millones en 2012 en promedio. No obstante, cabe señalar que algunos riesgos, como la continuación del alza de los precios de las materias primas o la exacerbación de la crisis de la deuda periférica de la eurozona, podrían ocasionar una desaceleración un poco mayor de la prevista para la economía teutona.

## La economía francesa se reanima

En los primeros meses de 2011 la economía francesa sigue recuperándose a un ritmo un poco superior al registrado en el último trimestre del año pasado. Así, el consumo se reactivó y las compras de bienes manufacturados por parte de los hogares subieron el 3,5% interanual en el primer trimestre. No obstante, la confianza de los consumidores se deterioró ligeramente en marzo, afectada por el repunte de la inflación, y se situó netamente por debajo de su media a largo plazo, por lo que es previsible una ralentización del consumo de las familias más adelante. En el cuarto trimestre de 2010 la tasa de ahorro de los hogares se colocó en el 15,4% de la renta disponible bruta, medio punto menos que en el trimestre anterior, aunque permaneció en un rango bastante estable.

Por su parte, la inversión muestra un cierto dinamismo. Esto se explica por un ligero aumento de la tasa de utilización de la capacidad productiva, que ya se sitúa próxima a su media de largo plazo. Una mejora del sentimiento económico también cooperó en este sentido.

Desde el punto de vista de la oferta, la actividad industrial se desaceleró en el mes de marzo. Sin embargo, los altos niveles en las

carteras de pedidos y el ascenso de la confianza en el sector secundario permiten ser moderadamente optimistas en cuanto a la evolución de la industria en los próximos meses. En lo referente a la construcción, también existen indicadores positivos, como un alza interanual del 26,7% de los permisos autorizados en febrero. Asimismo, los servicios muestran una evolución más bien favorable, con apreciables incrementos de las cifras de negocios en la mayoría de las ramas al comienzo del año, especialmente en la información, la comunicación y los servicios a los hogares. La confianza en el sector terciario también subió en el mes de marzo, con un buen panorama a corto plazo.

No obstante, existen debilidades en la economía gala, que apuntan a ciertos problemas de competitividad. Así, el déficit exterior por cuenta corriente se amplió en febrero, si bien influido por el peso de la factura energética. Y la tasa de paro continuó resistiéndose a bajar, pues se mantuvo en el 9,6% en febrero, un nivel relativamente alto. Tampoco la inflación dio un respiro en marzo, pues la tasa de variación interanual de los precios de consumo se elevó en 3 décimas hasta el 2,0%, impulsada por los carburantes, otros combustibles y los alimentos.

**El consumo galo se reactiva, pero las perspectivas no son boyantes.**

**El déficit público francés disminuye hasta el 7% del PIB en 2010 y debe bajar hasta el 6% en 2011.**

## 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	Marzo
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	5,5	2,6
Producción industrial	-12,3	5,7	4,7	7,5	5,0	5,8	5,4	5,6	...
Tasa de paro (*)	9,5	9,8	9,9	9,8	9,8	9,6	9,6	9,6	...
Precios de consumo	0,1	1,5	1,3	1,6	1,5	1,7	1,8	1,7	2,0
Balanza comercial (**)	-49,2	-47,0	-43,0	-44,9	-49,4	-50,6	-53,5	-56,8	...

NOTAS: (\*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

## Perspectivas favorables a corto plazo para la industria transalpina.

Por otro lado, el déficit público registrado en 2010 resultó del 7% del PIB, medio punto menos que en 2009, pero todavía demasiado elevado. El objetivo para 2011 es situarlo como mucho en el 6% del PIB, por lo que la expansión en marcha no podrá contar con el sostén del sector público. De todas formas, para el conjunto del ejercicio esperamos que el PIB de Francia crezca un poco más que el 1,5% anotado el año anterior.

### El consumidor italiano se muestra cauteloso

Unas perspectivas del mercado laboral poco claras y un rebote de la inflación influyeron en los consumidores italianos, que se mostraron muy prudentes en sus gastos al principio del año. Así, las ventas al por menor registraron un ligero descenso en enero respecto al mes anterior y las matriculaciones de automóviles anotaron fuertes caídas interanuales en el primer trimestre. En marzo la confianza del consumidor se deterioró levemente, de modo que probablemente continuará la debilidad del consumo en los próximos meses. De hecho, para las vacaciones de Semana Santa se preveía una sensible caída del gasto turístico interior respecto al mismo periodo del año anterior.

Desde la óptica de la oferta se observaban claroscuros. La producción industrial se recuperó en febrero, con un incremento mensual en términos desestacionalizados del 1,4%. Además, las entradas en la cartera de pedidos mostraban una elevada subida interanual del 16,2% a precios corrientes. Esta alza se producía tanto con procedencia del interior, 17,4%, como del exterior, 14,3%. Asimismo, la confianza industrial mejoró en marzo, con lo cual las perspectivas a corto plazo eran favorables para el sector secundario. En cambio, la construcción no empezó bien el año, anotando un descenso mensual de su producción del 1,0% en enero y la confianza en el sector disminuyó levemente en febrero.

En el frente exterior, las exportaciones aumentaron fuertemente en el primer bimestre en relación con el mismo periodo de 2010. No obstante, las importaciones se elevaron más, de modo que el déficit comercial se amplió considerablemente, si bien el saldo no energético anotó un superávit. En conjunto, probablemente el pulso de la economía transalpina solo se aceleró muy ligeramente en el primer trimestre.

Por otro lado, el déficit público se situó en el 4,6% del PIB en 2010, 0,4 puntos menos

## Recorte de las previsiones oficiales de crecimiento del PIB italiano en 2011 y 2012.

### 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	Marzo
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	-18,7	6,5	4,3	9,0	7,5	5,2	0,7	2,4	...
Tasa de paro (*)	7,8	8,4	8,4	8,5	8,4	8,5	-	...	-
Precios de consumo	0,8	1,5	1,2	1,4	1,6	1,7	2,1	2,4	2,5
Balanza comercial (**)	-10,2	-16,2	-7,7	-13,2	-19,1	-24,8	-30,0	-30,8	...

NOTAS: (\*) Porcentaje sobre población activa.

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

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



que en las proyecciones oficiales de septiembre, aunque el desequilibrio primario, o sea, sin tener en cuenta los pagos de intereses, era prácticamente nulo. Por otra parte, la deuda pública siguió ascendiendo hasta el 119% del PIB. Para reconducir estos desequilibrios el ejecutivo reafirmó su compromiso de reducir el déficit público hasta el 3,9% del PIB en 2011 y el 0,2% en 2014 en el *Documento de Economía y Finanzas 2011*. A partir de entonces, los superávits deberían servir para bajar el nivel de la deuda pública. Además, se propone introducir en la Constitución un mandato de equilibrio presupuestario más preciso y directo. Asimismo, el Gobierno también presentó el Programa Nacional de Reformas, en línea con el Pacto por el Euro Plus.

Al mismo tiempo, las proyecciones oficiales para el crecimiento del PIB en 2011 se recortaron en 2 décimas hasta el 1,1% y para 2012 en 7 décimas hasta el 1,3%. Estos bajos crecimientos parecen lógicos si se tienen en cuenta la política de consolidación presupuestaria prevista y los problemas de competitividad de que adolece la economía subalpina.

## Reino Unido: entre la incertidumbre y la esperanza

Antes de la invención del cemento, los ladrillos se fijaban con mortero que se hacía con una mezcla de cal, que es el material más caro, y de arena, más abundante y más barata. Actualmente, la expresión una de cal y otra de arena se ha hecho proverbial para significar la alternancia de cosas diversas o contrarias. Este concepto puede aplicarse perfectamente a la economía del Reino Unido cuyos datos económicos en su conjunto no siguen una tendencia única sino que salen mezclados.

Si en 2009 la economía británica experimentó una fuerte contracción en el PIB, del 4,9%, y en 2010 inició la recuperación con un suave crecimiento del 1,3%, ahora en 2011 lucha para resistir ante nuevas condiciones económicas adversas. Dos datos económicos han mostrado los desafíos a los que se enfrenta la economía. En primer lugar, el descenso de las ventas minoristas del mes de febrero desde el 5%, del anterior registro, hasta el 1,3% interanual. Ello ha sido propiciado por una alta inflación y un

**Los datos de ventas minoristas y de producción industrial decepcionan.**

**Sin embargo, se reduce la inflación y el nuevo presupuesto presenta reformas fiscales para apuntalar la recuperación.**

### 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	Marzo
PIB	-4,9	1,3	-0,4	1,5	2,5	1,5	-	...	-
Ventas al por menor	1,0	0,4	0,1	0,8	0,7	0,0	5,0	1,3	...
Producción industrial	-10,1	2,1	0,1	1,5	3,0	3,3	4,3	2,4	...
Tasa de paro (1)	4,7	4,7	4,9	4,6	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	4,3	4,0
Balanza comercial (2)	-86,8	-88,7	-83,3	-85,4	-90,6	-95,5	-97,2	-97,5	...
Tipo de interés líbor 3 meses (3)	1,2	0,7	0,6	0,7	0,7	0,7	0,8	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	81,0

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.

**En 2011 y 2012 esperamos que la recuperación se consolidará, aunque con diferencias entre países.**

bajo crecimiento de los salarios que han provocado la primera caída de la renta disponible de las familias en los últimos 30 años. En segundo lugar, el dato de producción industrial en el Reino Unido, en el mes de febrero, ha caído un 1,2% intermensual, dejando la tasa interanual en el 2,4%.

Pero al lado de estos dos datos negativos, tenemos uno de positivo: la inflación del mes de marzo, que desciende del 4,3% al 4,0%. En un entorno de escalada mundial de precios, y en el contexto de fuertes presiones en los precios energéticos, este respiro en la inflación es una buena noticia.

Como también ha sido positiva la presentación del nuevo presupuesto. Aunque el mismo no presentó grandes novedades ya que el paquete en su conjunto es fiscalmente neutro, sin embargo, incluyó una serie de reformas fiscales con el objetivo de estimular la recuperación de la economía. Entre las mismas destacan la reducción del impuesto de sociedades en dos puntos porcentuales a partir de abril hasta el 26%, y en tres puntos porcentuales a partir de 2014. Otra medida interesante ha sido la rebaja de un penique por litro en la tasa de la gasolina para intentar paliar el incremento reciente del precio de los combustibles. Pero en cambio aumentará la tasa a la producción de gas y petróleo del 20% al 32%.

Ante esta situación varios organismos han revisado a la baja las previsiones de crecimiento para el Reino Unido. Así, por ejemplo, el FMI en su informe de abril sobre las perspectivas económicas mundiales ha reducido la previsión del PIB para 2011 del 2,0% al 1,7%. Lo ha justificado debido al esfuerzo de consolidación fiscal iniciado por el gobierno y su impacto sobre la reducción de la actividad económica.

La Oficina de Responsabilidad Presupuestaria del Reino Unido, también contempla un crecimiento del PIB del 1,7%, y lo argu-

menta en base al menor crecimiento de la renta neta disponible en un contexto de erosión de la misma por el alza de la inflación, que espera oscile entre el 4% y el 5% durante este año. El mes anterior, comentamos el riesgo de revisar a la baja nuestra previsión de crecimiento del 2,1% en 2011 para el Reino Unido. Sin embargo, preferimos hacerlo una vez conocido el dato de crecimiento del primer trimestre, y sobre todo su composición. Aunque pueda parecer una paradoja, esperamos un buen dato del primer trimestre, debido a los problemas experimentados durante el último trimestre del año pasado de varios sectores económicos por la adversa climatología.

Históricamente, el Reino Unido ha demostrado que cuando se le presentan desafíos económicos tiene la capacidad de generar un mortero de calidad que permite a los diferentes agentes económicos compartir los esfuerzos necesarios para salir adelante. Esta flexibilidad de la economía inglesa queda patente observando la tasa de paro que permanece en un reducido 4,5%. Esta ocasión no será diferente de las anteriores.

## **Europa emergente: 2011 y más allá**

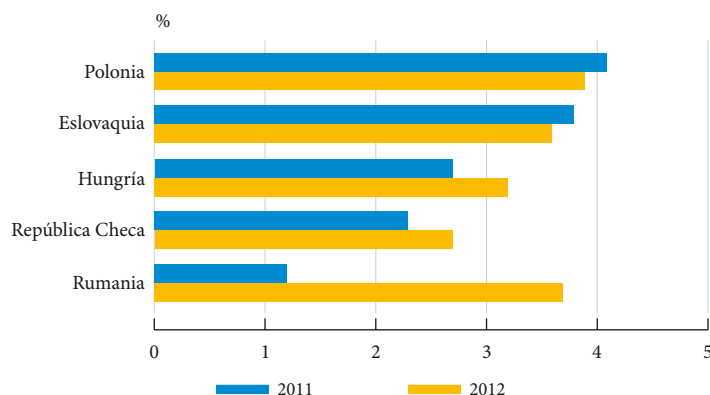
El año 2011 está siendo pródigo en impactos globales. Por citar los más evidentes, en un breve lapso de tiempo se han sucedido el shock de los precios de las materias primas, un recrudecimiento de las dudas sobre la deuda de los países periféricos de la eurozona, el conflicto bélico en Libia o los desastres naturales en Japón. En esta tesitura, ¿cuáles son las perspectivas económicas que manejamos para Europa emergente en 2011 y el próximo 2012?

En lo esencial, el escenario 2011-2012 se puede sintetizar en un lema: consolidación de la recuperación... a varias velocidades. Así, Europa emergente en su conjunto se está beneficiando de una senda de creci-

**Polonia y Eslovaquia empezarán a afrontar problemas típicos de etapas de madurez del ciclo económico...**

## CONSOLIDANDO LA EXPANSIÓN EN EUROPA EMERGENTE

Previsión de crecimiento real



FUENTES: Oficinas nacionales de estadísticas, Eurostat y elaboración propia.

miento notable, como atestigua el dinamismo de los indicadores de actividad del primer tramo del año. Los datos disponibles muestran, a un tiempo, que la expansión es más dinámica que lo esperado meses atrás y que, en ciertos países, la recuperación empieza a sostenerse en una creciente aportación de la demanda interna (tendencia que permite apostar por una mayor sostenibilidad de la recuperación).

En este contexto, cabe distinguir tres grandes grupos de economías en función de su posición respecto a la recuperación. El primero engloba los países más avanzados en el ciclo, Polonia y Eslovaquia, ambos beneficiados de una vigorosa expansión en 2010 y de unos menores desequilibrios macroeconómicos presentes antes de la crisis. Para ellos preveemos dos años de robusto crecimiento económico, en la zona del 4% en ambos ejercicios. Con todo, con el déficit público escalando hasta el equivalente al 8% del producto interior bruto (PIB) en 2010, crecientes tensiones inflacionistas y tendencia al desequilibrio corriente, ambas economías deberán afrontar un cambio en su política económica en 2011-2012.

En el caso polaco, junto al proceso de normalización monetaria (ya iniciado y con

visos de continuidad en todo el escenario de previsión), la presión para una mayor consolidación fiscal se intensificará. Eslovaquia, privada del recurso de gestionar su política monetaria por su pertenencia a la eurozona, deberá acometer este esfuerzo de ajuste fiscal con mayor antelación y ambición. Las previsiones apuntan a que en 2012 el desequilibrio presupuestario se habrá reducido hacia cifras del orden del 4% del PIB en Eslovaquia, y del 4,5% en Polonia.

Frente a la situación de las dos economías anteriores, cuyo problema es cómo empezar a contener las tensiones habituales en etapas álgidas del ciclo, un segundo conjunto de economías, formado por Hungría y Rumania, tiene por delante el reto de la plena consolidación de la expansión. Son países que han debido acometer un fuerte ajuste económico en algún momento de los últimos años y que están aprovechando un entorno propicio para volver al crecimiento. Esperamos que estas economías aceleren su ritmo de crecimiento en 2011 de forma apreciable, alcanzando en 2012 cifras de avance del PIB similares a las de Polonia y Eslovaquia. Con elevada probabilidad, mantendrán un sesgo contractivo en su política fiscal difiriendo, a cambio, el

**...mientras que en Hungría y Rumania el reto será acabar de cimentar la expansión, todavía incipiente.**

**La República Checa exhibe la política económica más ortodoxa de la región.**

**Preocupan el impacto de las materias primas, la dependencia de la eurozona y la consolidación de la entrada de capitales extranjeros.**

inicio del tensionamiento monetario a la segunda mitad de 2011.

Finalmente, una tercera posición diferenciada la constituye la República Checa. Haciendo bandera de su apuesta por la estabilidad macroeconómica, en la República Checa se ha optado por la política económica más ortodoxa de la región, asumiendo una combinación de menor crecimiento a cambio de una inflación más contenida. Esperamos para la economía checa una tendencia de paulatina recuperación de la actividad, lejos, no obstante, del dinamismo de sus vecinos en la región. De cumplirse nuestro escenario, la República Checa pasará de crecer un 2,2% en 2010 al 2,7% en 2012.

¿Qué puede salir mal para el cumplimiento de estas positivas previsiones de crecimiento? Un primer factor de riesgo es que la eurozona registre una pérdida de actividad de cierta magnitud. A pesar de la creciente importancia de la demanda interna en el patrón de crecimiento de diversas de estas economías, un debilitamiento intenso de las exportaciones hacia la eurozona detraería un factor clave de impulso, especialmente en países como Hungría y Rumania, cuya demanda interna todavía se resiente del ajuste macroeconómico.

Asimismo, este empeoramiento en la zona del euro probablemente afectaría a la en-

trada de capitales extranjeros, que tras un fuerte ajuste en 2009 volvieron a recuperarse en 2010, especialmente en la categoría de inversión directa extranjera. En esta misma línea de razonamiento, cualquier fricción de cierta magnitud en el flujo internacional de capitales hacia la región sería peligrosa. En particular, si se produjese un cambio de percepción sobre el riesgo regional el efecto podría ser muy negativo. Uno de los detonantes de dicho cambio podría ser la pérdida de credibilidad presupuestaria de los países con mayores dificultades en este frente (últimamente, el foco en esta cuestión de los mercados financieros se ha centrado en Rumania, Hungría y Polonia).

Finalmente, si los precios de las materias primas se enquistasen en los elevados niveles actuales, o ascendiesen a nuevas cotas, los problemas ya no serían únicamente el impacto directo en los precios nacionales, tanto de consumo como de producción, sino también la erosión en el crecimiento. El primer impacto, el puramente inflacionista, de acuerdo con experiencias previas, podría ser más acusado en Hungría, la República Checa y Rumania, mientras que el peaje en el crecimiento podría ser más apreciable en Eslovaquia, Polonia y Rumania. Rumania, como se ve, es candidato a ser el eslabón débil de un impacto agudo de los precios de las materias primas.

# MERCADOS FINANCIEROS

## Mercados monetarios y de capital

### La atención de los mercados se dirige ahora hacia Estados Unidos

Durante los primeros meses del año, los mercados financieros globales han reaccionado con sorprendente tranquilidad a los diversos *shocks* negativos que se han ido sucediendo, entre los que destacan los conflictos en los países del norte de África y Oriente Medio, el terremoto y accidente nuclear en Japón, así como la crisis política y la solicitud de rescate financiero por parte de Portugal.

La interpretación que ha dominado entre los inversores es que estos acontecimientos no alterarán sustancialmente la senda de recuperación de la economía mundial, ni el proceso de progresiva normalización monetaria y financiera. En consecuencia, los movimientos básicos observados desde principios de ejercicio en los mercados han sido una suave tendencia al alza de los tipos de interés, un satisfactorio comportamiento de los activos de riesgo (bolsas y bonos corporativos) y niveles relativamente bajos de volatilidad. Lógicamente, en determinados países y sectores se han producido turbulencias apreciables, pero en conjunto ha imperado la estabilidad.

Este panorama tampoco se ha visto perturbado, incluso se podría decir que más bien se ha reforzado, con las sucesivas medidas de política monetaria restrictiva aplicadas en los países emergentes, y más recientemente en la eurozona. Sin embargo, ya en la segunda mitad de abril, tanto el mercado de bonos como las bolsas han recibido con algo más de nerviosismo las noticias procedentes de Estados Unidos, en concreto las relativas al debate sobre la

estrategia más adecuada para reconducir las políticas fiscal y monetaria, actualmente en niveles extremos de laxitud. Por la relevancia del país y por los desafíos que entraña, ésta es efectivamente una cuestión de primer orden, que previsiblemente acaparará la atención de los inversores durante los próximos meses.

### El BCE da el primer paso hacia la normalización monetaria y la Fed se lo piensa

Conforme avanza el ejercicio, el proceso de endurecimiento de las políticas monetarias se extiende a más regiones y países. Desde su inicio, la reactivación de la economía mundial viene liderada por los países emergentes, y posteriormente apuntalada por la consolidación de la recuperación en Estados Unidos y los países del centro-norte de Europa. Además, la simultánea entrada en escena de los conflictos en Oriente Medio y norte de África y el sismo en Japón han afectado al alza los precios de las materias primas, creando una mayor preocupación en torno a los riesgos de inflación. La respuesta de las autoridades económicas es desigual, pero siempre en la misma dirección (con la excepción de casos especiales como Japón): los bancos centrales de los países emergentes ya llevan meses endureciendo sus políticas monetarias (en combinación con otras medidas restrictivas), el Banco Central Europeo (BCE) se ha sumado a esa corriente en abril, mientras que la Fed parece estar preparando el terreno para ello.

En Estados Unidos, la Reserva Federal (Fed) ha adoptado un tono más optimista

**Los mercados han acogido con tranquilidad los diversos *shocks* de los últimos meses.**

**La evolución de las políticas fiscal y monetaria de Estados Unidos es crucial para la estabilidad de los mercados.**

**La Fed se declara más optimista respecto a la sostenibilidad de la recuperación.**

## Los miembros de la Fed discrepan sobre el momento adecuado para retirar los estímulos.

respecto a las perspectivas económicas. De acuerdo con las actas publicadas de la última reunión de política monetaria, el banco central considera que los datos son consistentes con un escenario donde la recuperación avanza «a paso firme». En relación con el mercado de trabajo, se valora positivamente la reciente reducción de la tasa de paro, si bien los miembros del comité se muestran cautos al apreciar que otros indicadores apuntan que la creación de empleo será moderada. El análisis relativo a los riesgos de inflación cobra especial relevancia en este contexto. Por una parte, si bien la percepción de los miembros de la Fed reconoce que los riesgos sobre las expectativas de inflación de largo plazo se han incrementado, la opinión

central o mayoritaria que todavía prevalece es que estas presiones inflacionistas serán transitorias y la tasa subyacente permanecerá bien controlada. Por otra parte, múltiples declaraciones públicas de diversos miembros de la Fed están alentando un animado debate público sobre cuándo y cómo iniciar la normalización de la política monetaria. Hay quien ve en ello una estrategia de comunicación para prevenir a los mercados, con tanta antelación como sea posible, del inicio de la retirada de estímulos. De hecho, Charles Plosser, presidente de la Fed de Filadelfia, detalló en una comparecencia pública una posible secuencia de medidas a adoptar en la «estrategia de salida». En líneas generales, el primer paso consistiría en incrementar

### TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO EN LOS MERCADOS NACIONALES

En porcentaje anual

	Zona del euro			Estados Unidos		Japón	Reino Unido		Suiza
	Subastas BCE (2)	Euríbor (5)		Nivel objetivo de Reserva Federal (3)	Tres meses (5)	Tres meses (5)	Tipo de intervención Banco de Inglaterra (4)	Tres meses (5)	Tres meses (5)
		Tres meses	Un año						
<b>2010</b>									
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
<b>2011</b>									
Enero	1,00	1,07	1,64	0,25	0,30	0,19	0,50	0,78	0,26
Febrero	1,00	1,09	1,77	0,25	0,31	0,19	0,50	0,80	0,10
Marzo	1,00	1,24	2,00	0,25	0,30	0,20	0,50	0,82	0,28
Abril (1)	1,25	1,35	2,12	0,25	0,27	0,20	0,50	0,82	0,25

NOTAS: (1) Día 20.

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

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

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

(5) Tipo de interés interbancario.

FUENTES: Bancos centrales nacionales, Bloomberg y elaboración propia.



el tipo de interés oficial y la remuneración de las reservas excedentarias de los bancos. La segunda fase comprendería reducir el tamaño del balance por medio de la venta de activos.

En la eurozona, el Banco Central Europeo (BCE) incrementó en abril el tipo de interés rector hasta el 1,25%, un movimiento que ya había sido claramente anticipado por Jean-Claude Trichet a comienzos de marzo. La razón esgrimida para el incremento es la preocupación de la institución por el repunte registrado en la tasa de inflación. Con la normalización de los tipos de interés, el banco emisor pretende contener las presiones inflacionistas en el medio plazo. Además, a raíz del énfasis reiterado por el BCE respecto a la firme determinación de la institución por evitar que se produzcan efectos de segunda ronda (por ejemplo traslación a salarios), los inversores han modificado sus previsiones de tipos, anticipando que de cara a final de año la autoridad monetaria podría elevar el tipo de referencia hasta el 1,75%. En cuanto a las medidas no convencionales de política monetaria, el banco emisor anunció que mantendrá durante el segundo trimestre las facilidades de liquidez a uno y tres meses sin cambios. Sin embargo, los analistas consideran que a partir del verano la autoridad monetaria puede introducir cambios en el régimen de la facilidad de liquidez de tres meses (abandonando la cobertura total de la demanda, y volviendo a las subastas competitivas y al tipo de interés variable) para favorecer una normalización plena de los mercados monetarios.

Los grandes países emergentes se encuentran en una fase ya avanzada del ciclo de crecimiento, registran un notable incremento de las presiones inflacionistas y comparten la preocupación por lograr una desaceleración suave y ordenada de sus economías. Esta situación hace que países como Brasil y China, como casos más re-

presentativos, estén inmersos con determinación en un proceso de restricción monetaria enfocado a controlar el ritmo de expansión del crédito y, por tanto, de la demanda interna y del precio de los activos. Algunos economistas dudan, no sin razón, sobre si las autoridades de estos países lograrán su objetivo. A este respecto, se debe tener en cuenta que tanto en Brasil como en China las autoridades están utilizando un amplio arsenal de medidas para conseguir su propósito, algunas heterodoxas y de efectos inciertos. Así, Brasil, además de incrementar el tipo oficial hasta el 11,75%, está apoyándose en medidas dirigidas a fortalecer la estabilidad del sistema financiero y limitar el volumen de crédito. En el caso de China, donde los incrementos del tipo oficial son muy graduales (el de préstamos a un año se ha elevado en abril hasta el 6,31%), se ha aumentado la ratio de reservas requeridas a los bancos comerciales hasta el 20% con la intención de restringir su capacidad de conceder préstamos.

En este contexto global, donde las presiones inflacionistas ganan peso y los bancos centrales se muestran proclives a avanzar en el proceso de normalización monetaria, los mercados interbancarios en dólares y euros han alcanzado un mayor grado de normalidad en lo relativo a los volúmenes negociados y a las primas por riesgo de crédito y de liquidez. Son precisamente las expectativas sobre la actuación de cada banco central las que inducen las mayores diferencias en los movimientos que se registran en las curvas de tipos. De una parte, la política monetaria ultralaxa que todavía aplica la Fed tiene su reflejo en la prolongación de la estabilidad en el mercado de tipos líbor en dólares. Por el contrario, el reciente incremento del tipo rector por parte del BCE ha presionado al alza los tipos euríbor, principalmente el de 12 meses, que se ha situado por encima del 2,1% en abril.

**El BCE sube el tipo de interés oficial, en su compromiso por mantener la estabilidad de precios.**

**Las tensiones inflacionistas en las economías emergentes obligan a sus bancos centrales a endurecer las políticas monetarias.**

**La actuación del BCE ha impulsado al alza los tipos interbancarios de la eurozona.**



**Las rentabilidades de la deuda de Estados Unidos y Alemania mantienen una tendencia alcista.**

**Los tipos de la deuda pública empiezan a mostrarse más volátiles**

Desde hace unos meses, la tendencia principal en las tasas internas de rentabilidad (*yields*) de la deuda pública de Estados Unidos y Alemania es alcista, sobre la base de la paulatina mejora de las perspectivas de crecimiento y las mayores presiones inflacionistas. No obstante, dicha pauta registra ocasionalmente correcciones puntuales en respuesta a factores de diversa índole, como por ejemplo los anuncios o rumores de actuación en materia de política económica, o las idas y venidas en la aversión al riesgo (ya sea, a su vez, por la crisis de deuda periférica o eventos como los de Japón). El mes de abril ha sido un compendio de todos estos elementos.

Así, en el caso de Estados Unidos, las *yields* de la deuda pública a dos y diez años aumentaron hasta rozar el 0,85% y el 3,60%, respectivamente, a mediados de

abril, recuperando los niveles previos a los incidentes en Libia y Japón. Posteriormente, las *yields* volvieron a experimentar una caída, que parece explicarse por dos factores. Uno de importancia menor: un nuevo episodio de huida hacia la calidad ante los problemas de Grecia y Portugal, así como la corrección bajista en las bolsas. Otro de más enjundia de cara al futuro: el recrudecimiento del debate sobre el reajuste de las políticas fiscal y monetaria. Un hito destacado a este respecto fue la decisión de la agencia Standard & Poor's de revisar el *outlook* de la deuda pública norteamericana de estable a negativo, ante la ausencia de un plan con el suficiente respaldo político para la consolidación presupuestaria a medio plazo. Por su parte, la incógnita sobre las actuaciones que adoptará la Fed cuando en junio finalice el QE2 es objeto de notable preocupación entre los inversores, conscientes de que la compra de bonos por la Fed ha constituido un apoyo importante del mercado en los últimos meses.

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

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

	Alemania	Francia	España	Italia	Estados Unidos	Japón	Reino Unido	Suiza
<b>2010</b>								
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
<b>2011</b>								
Enero	3,16	3,53	5,37	4,72	3,37	1,22	3,66	1,87
Febrero	3,17	3,55	5,39	4,84	3,43	1,26	3,60	1,90
Marzo	3,23	3,59	5,18	4,76	3,35	1,22	3,56	1,85
Abril (*)	3,31	3,64	5,47	4,74	3,41	1,24	3,58	2,06

NOTA: (\*) Día 20.

FUENTE: Bloomberg.

Que la respuesta inicial de las *yields* sea moderada e incluso a la baja (es lo que ocurrió tras el anuncio de Standard & Poor's) puede resultar paradójico dadas las pautas observadas en otros países. Tal vez la explicación esté en que Estados Unidos y sus responsables de política económica disfrutan de una credibilidad singularmente elevada entre la comunidad inversora. En cualquier caso, con vistas a los próximos meses, los analistas esperan que tenga lugar un incremento en la volatilidad de este mercado.

El comportamiento de la deuda de los países centrales de la eurozona en abril ha sido similar al observado en Estados Unidos. Los efectos positivos del asentamiento del proceso de crecimiento económico, así como los avances en la resolución de la crisis de deuda de la periferia europea, se vieron reforzados por la actuación del BCE en materia de política monetaria, provo-

cando un alza de las *yields* de los bonos alemanes a dos y diez años (hasta alcanzar a mediados de abril el 1,90% y 3,50%, respectivamente). Por su parte, como ya ocurriera en marzo, la prima de riesgo de España se estrechaba gracias a la valoración positiva que los inversores realizaron de los esfuerzos en materia fiscal y de los avances en la gobernanza económica y solidaridad financiera en la eurozona. No obstante, y poniendo de manifiesto que la crisis está todavía lejos de su resolución definitiva, en las últimas semanas del mes, el *impasse* en torno a Portugal y las especulaciones sobre una posible reestructuración de la deuda helena elevaron de nuevo la incertidumbre. Fruto de ello, el diferencial entre la deuda española y la alemana volvió a ampliarse, pero sin alcanzar los niveles previos y desmarcándose, al menos parcialmente, de las serias y razonables dudas que planean sobre Grecia y Portugal.

**La deuda pública española reacciona positivamente a los avances en la resolución de la crisis de deuda soberana europea.**

## TIPOS DE CAMBIO DE LAS PRINCIPALES MONEDAS

21-04-2011

	Tipo de cambio	% variación (*)		
		Mensual	s/diciembre 2010	Anual
<b>Frente al dólar de EEUU</b>				
Yen japonés	82,1	1,3	1,2	-13,5
Libra esterlina	0,607	1,1	5,3	6,5
Franco suizo	0,883	-2,4	-5,9	-21,2
Dólar canadiense	0,949	-3,1	-5,2	-5,4
Peso mexicano	11,583	-3,5	-6,5	-5,1
<b>Frente al euro</b>				
Dólar de EEUU	1,462	-2,8	-9,2	-9,2
Yen japonés	120,1	4,0	9,7	-3,9
Franco suizo	1,292	0,4	3,2	-11,0
Libra esterlina	0,887	1,6	3,3	2,0
Corona sueca	8,909	-0,1	-0,9	-8,0
Corona danesa	7,457	0,0	0,0	0,2
Zloty polaco	3,981	-1,2	0,4	3,0
Corona checa	24,21	-0,8	-3,3	-4,4
Forint húngaro	264,0	-3,0	-5,5	0,1

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

FUENTES: Bloomberg y elaboración propia.

**La evolución del dólar-euro refleja las expectativas de política monetaria para el corto plazo.**

**La reducción de los riesgos de crédito favorece el buen tono de la renta fija corporativa.**

### El dólar se mantiene a la baja

La reciente evolución del tipo de cambio del dólar frente al euro refleja de forma nítida las expectativas de política monetaria para el corto plazo. La subida del tipo de interés oficial por parte del BCE no hizo más que acelerar la pérdida de valor que venía registrando el dólar en los últimos meses. Desde el nivel con el que cerró 2010, el euro ha registrado una ganancia superior al 8%, para situarse a finales de abril en torno a los 1,48 dólares. El cambio de rumbo realizado por el BCE ha inducido un aumento del diferencial de los tipos de interés entre Estados Unidos y la eurozona, favoreciendo un mayor volumen de flujos inversores hacia activos denominados en euros. Sin embargo, según el consenso de analistas, el potencial de revalorización adicional del euro para los próximos meses es limitado. Todo apunta a que en la segunda mitad del año, a medida que la Fed corrobore que la recuperación económica y del mercado laboral se consolida en Estados Unidos, dará comien-

zo el proceso de retirada de los estímulos monetarios. Esta situación hará que el diferencial de tipos de interés a corto y medio plazo entre las dos regiones comience a estrecharse paulatinamente y, por tanto, proporcionará firmeza al dólar.

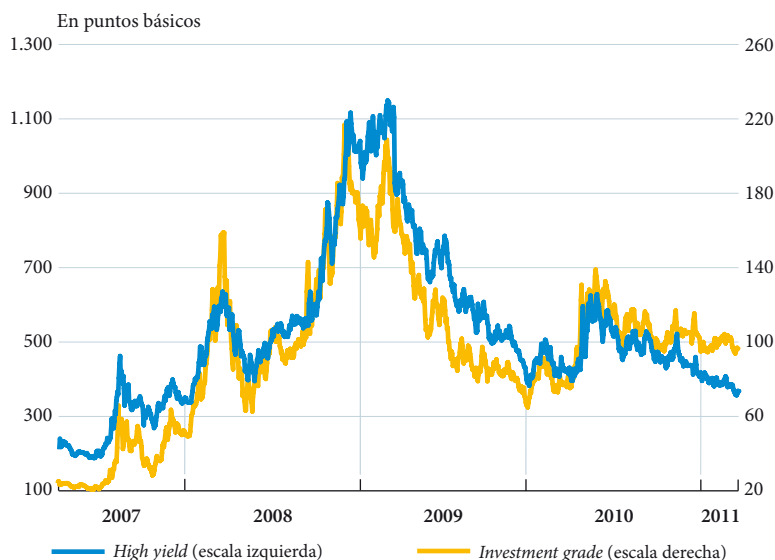
En la región asiática, la progresiva y continua revalorización del yuan chino se alinea con las últimas actuaciones de política monetaria. La apreciación del renmimbi en los últimos doce meses ha sido del 4,45%.

### El mercado de bonos corporativos nada en la abundancia, por ahora

El comportamiento de la renta fija privada global recuperó en la primera quincena de abril un tono positivo y calmado, una vez los inversores asimilaron que el impacto previsible de los traumáticos sucesos acontecidos entre febrero y marzo será modesto. Concretamente, y dejando al margen casos puntuales, parece que dichos even-

## EVOLUCIÓN DE LAS PRIMAS DE RIESGO CORPORATIVAS EN LA EUROZONA

Índices Markit iTraxx a 5 años



FUENTE: Bloomberg.

tos tendrán una incidencia escasa y acotada en la favorable dinámica que desde mediados del año pasado se aprecia en el ámbito empresarial. En efecto, uno de los ingredientes más notables de la recuperación del pulso económico internacional está siendo la solidez del sector empresarial no financiero, y la consiguiente reducción (o al menos contención) de los riesgos de crédito corporativos. Esto contrasta, por ejemplo, con las enormes dificultades por las que atraviesa el sector de las administraciones públicas.

En este contexto, los índices de retorno total de la renta fija privada –inmersos en una firme tendencia alcista iniciada el año pasado– alcanzaron nuevamente niveles máximos, tanto en el tramo de los bonos de elevada calidad crediticia (*investment grade*) como en los de alto riesgo (*high yield*). Asimismo, los tipos de interés (o más precisamente, las *yields*) de ambas categorías permanecen cerca de sus niveles mínimos históricos.

Especialmente remarcable, y en cierta medida sorprendente, es la resistencia a los *shocks* que ha exhibido el segmento de *high yield*, tradicionalmente muy sensible a los contratiempos. En esta ocasión, ni los riesgos de Libia y Japón ni los vinculados a las expectativas inflacionistas y la posible respuesta de política monetaria han impedido que el sector de alto riesgo mantenga un tono positivo, que se manifiesta en volúmenes muy elevados de actividad (emisiones) y fortaleza de las cotizaciones (bajos tipos de interés). En definitiva, unas condiciones muy favorables para que las empresas se decanten por el mercado de bonos como vía para obtener financiación, máxime en este ciclo peculiar en el que el potencial de crecimiento del crédito bancario es menor ante la necesaria restauración de la solvencia de las entidades financieras.

A nivel global, además de la consolidación de la recuperación económica y la buena salud del sector empresarial, un factor que algunos consideran que ayuda a explicar la bonanza del mercado de bonos corporativos es la extrema laxitud de las políticas monetarias, especialmente por parte de la Fed. El reducido nivel de los tipos de interés monetarios y el QE2 habrían empujado a muchos inversores a buscar un rendimiento más alto en la renta fija privada, tolerando un riesgo ciertamente mayor. De hecho, la posibilidad de que en algunas áreas (dentro del *high yield*, los préstamos apalancados y la financiación estructurada) el riesgo se haya infravalorado es un elemento preocupante, que se pondrá a prueba en los próximos meses si la Fed anuncia el inicio de la retirada de estímulos. A pequeña escala, ya se empezaron a apreciar en la segunda quincena de abril modestas turbulencias en respuesta al debate suscitado entre diversos miembros de la Fed al respecto. Aunque sin duda estamos muy lejos de los excesos acumulados en 2007 en los mercados de capitales, lo cierto es que esta cuestión se perfila como el principal desafío a medio plazo para un mercado que, atendiendo a los fundamentos corporativos generales, presenta buenas perspectivas.

En el caso del mercado de renta fija privada europea, cuyo grado de desarrollo es inferior al norteamericano, nuevamente han destacado las abundantes emisiones realizadas por el sector bancario. Ello ha sido posible gracias a que la crisis de deuda soberana en los países de la periferia evoluciona bajo control y con arreglo a los fundamentos de cada país. No obstante, la situación está todavía lejos de normalizarse y los *spreads* de la deuda bancaria siguen en niveles altos y vulnerables. Así, a finales de abril, los rumores sobre una posible reestructuración de la deuda pública griega se han saldado con un modesto castigo a los bonos del sector financiero.

**Los emisores de bonos de alto riesgo en Estados Unidos aprovechan la laxitud de los tipos oficiales para emitir en condiciones favorables.**

**Los bonos del sector bancario europeo se recuperan.**

Las bolsas globales entran en una fase más irregular.

El recorrido alcista de algunos índices podría verse limitado en el corto plazo.

## La cautela llama a la puerta de las bolsas

En una evolución similar a la renta fija privada, los mercados de renta variable internacionales han mostrado en conjunto un comportamiento favorable hasta mediados de abril (recuperándose de las caídas inmediatamente posteriores a los *shocks* de Libia y Japón) y más irregular en la segunda quincena (al hilo de la inquietud sobre el futuro de la política económica en Estados Unidos y el rebrote de la crisis de deuda soberana en la periferia europea). Esta pauta podría no ser anecdótica, sino reveladora de las condiciones de fondo que encara el mercado.

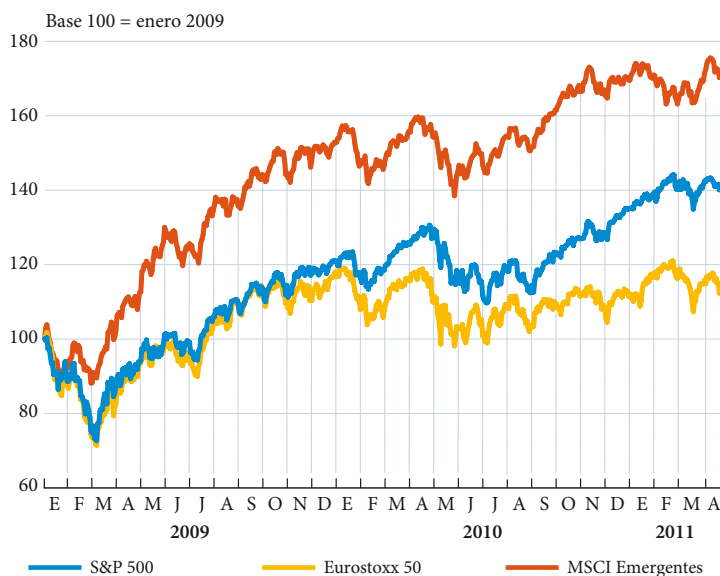
En efecto, si bien el escenario base de las estrategias de los inversores de cara al medio y largo plazo se beneficia de factores ya conocidos (como la consolidación del crecimiento económico global, la continuidad de la expansión del ciclo empresarial y la disminución de los riesgos de crédito),

recientemente se han apreciado una serie de aspectos que podrían limitar el potencial de revalorización de los índices en el corto plazo, tanto de las economías avanzadas como de las emergentes.

En el contexto de las bolsas norteamericanas, a lo largo del último trimestre los indicadores técnicos han evolucionado hasta situarse en niveles elevados de sobrecompra. Además, empieza ahora el periodo del año menos favorable para las bolsas. Y lo que es más significativo, los indicadores de sentimiento están en niveles que señalan un nivel de complacencia u optimismo alto entre los inversores, lo que significa que es mayor el margen para las decepciones que para las sorpresas positivas. Esto podría ser relevante de cara a la campaña de presentación de resultados del primer trimestre, que culminará en mayo y en la que se antoja difícil que las compañías superen unas previsiones de consenso bastante generosas. Por último, un factor que puede frenar las revalorizaciones bursáti-

## EVOLUCIÓN DE LAS PRINCIPALES BOLSAS INTERNACIONALES

Índices de bolsas



FUENTE: Bloomberg.

les e introducir volatilidad en los próximos meses es el ya mencionado debate sobre cómo y cuándo acometer el ajuste presupuestario y la normalización de la política monetaria (tras el final del QE2).

En la eurozona la dilación del proceso de resolución de la crisis de deuda soberana de los países periféricos, así como el reciente repunte de la incertidumbre en torno a la economía griega, se presentan como los principales obstáculos a corto plazo para la tendencia alcista de las bolsas. La tarea de despejar las dudas sobre la solvencia y la capacidad de recuperación económica serán clave para la mejora de

los índices de los países periféricos rezagados, como es el caso español.

Finalmente, en el caso de las economías emergentes consideradas en agregado (véase gráfico anterior), la fase de aplicación de restricciones monetarias y financieras en la que están inmersas desde finales de 2010 se está traduciendo bursátilmente en un canal muy estrecho de revalorización. Este es un proceso que todavía no puede darse por finalizado, de manera que las posibilidades de alcanzar en el corto plazo rendimientos similares a los de los dos años previos se antojan reducidas.

**De cara al medio plazo, los aspectos económicos y empresariales confieren atractivo a la renta variable.**

## ÍNDICES DE LAS PRINCIPALES BOLSAS MUNDIALES

20-04-2011

	Índice (*)	% variación mensual	% variación acumulada	% variación anual
Nueva York				
<i>Dow Jones</i>	12.266,8	3,4	6,0	10,3
<i>Standard &amp; Poor's</i>	1.312,6	2,6	4,4	8,7
<i>Nasdaq</i>	2.745,0	3,8	3,5	9,8
Tokio	9.606,8	4,3	-6,1	-11,9
Londres	5.991,2	4,8	1,5	3,6
Zona del euro	2.891,6	3,5	3,5	-3,1
<i>Fráncfort</i>	7.154,4	7,4	3,5	14,2
<i>París</i>	3.964,4	4,0	4,2	-1,5
<i>Ámsterdam</i>	357,5	2,0	0,8	0,7
<i>Milán</i>	21.390,3	0,9	6,0	-8,1
<i>Madrid</i>	10.451,1	1,2	6,0	-7,6
Zúrich	6.405,7	5,0	-0,5	-6,4
Hong Kong	23.896,1	7,2	3,7	10,5
Buenos Aires	3.332,3	1,7	-5,4	37,3
São Paulo	66.158,1	-1,1	-4,5	-4,6

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.

FUENTES: Bloomberg y elaboración propia.

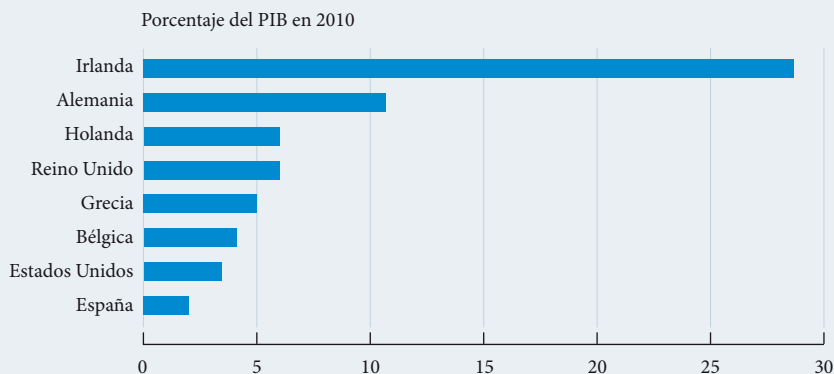
## Fiscalidad financiera: muchas propuestas, poco consenso

La crisis financiera de 2007 acarrió la peor recesión económica desde la Gran Depresión. La naturaleza de su detonante (la crisis *subprime* en Estados Unidos), las pérdidas registradas por entidades financieras alrededor del globo y la aportación de fondos públicos para su posterior saneamiento han derivado en una reevaluación global de los mecanismos que velan por la estabilidad de los mercados financieros. Aunque la prioridad se ha fijado en establecer una regulación y supervisión adecuadas, se debate complementar esta estrategia con una nueva fiscalidad del sector. El objetivo es doble: corregir externalidades negativas atribuidas a ciertas actividades y recaudar fondos adicionales ante la necesaria consolidación de las cuentas públicas tras la crisis. Pero, ¿existe alguna fórmula impositiva que pueda conseguir este doble dividendo sin crear nuevas distorsiones? ¿Es viable o, por el contrario, exigiría un sacrificio excesivo en términos de eficiencia o costes de implementación?

Varios países están considerando cambios en esa dirección o sopesando los argumentos a favor de una mayor tributación financiera. Su defensa se estructura en torno a dos puntos: recaudar fondos del sector financiero para hacer frente al coste de futuras reestructuraciones y complementar la regulación que pretende reducir el riesgo sistémico. Aunque los argumentos de carácter recaudatorio reciben más o menos respaldo en función del foro –muchos Estados ya recaudan ingresos sustanciales del sector a través del impuesto de sociedades y el coste público del rescate reciente fue muy heterogéneo entre países (véase el gráfico siguiente)–, tras la quiebra de Lehman, pocos cuestionan la idea de que ciertas actividades financieras conllevan externalidades negativas para el resto de la economía.

### EL COSTE DE LAS AYUDAS PÚBLICAS AL SECTOR FINANCIERO HA SIDO MUY HETEROGÉNEO

Coste neto de las ayudas públicas al sector financiero



NOTA: Cifra del coste acumulado desde el inicio de la crisis, neto de devoluciones. El último dato disponible varía entre diciembre de 2010 y marzo de 2011. Los datos de Irlanda no incluyen la compra de activos por parte de National Asset Management Agency financiados con bonos de garantía pública. Los datos de Alemania incluyen 240.000 millones de euros (9,5% del PIB) en compras de activos.

FUENTES: FMI *Fiscal Monitor* (abril 2011) y elaboración propia.

El FMI estima que la garantía pública de la que gozan implícitamente las entidades «demasiado grandes para caer» abarata su financiación en unos 20 puntos básicos y las incentiva a financiar inversiones excesivamente arriesgadas sin tener en cuenta el coste externo que ello acarrea. Dichas externalidades incluyen la cuantía del rescate si la operación sale mal y la canalización subóptima de recursos hacia actividades que distan de maximizar



zar el bienestar social.<sup>(1)</sup> Asimismo, la volatilidad que introducen en el sistema movimientos cortoplacistas y puramente especulativos, normalmente asociados a derivados y fondos *Hedge Funds*, también se esgrime a favor de una revisión de la fiscalidad financiera que priorice no tanto la recaudación sino la internalización de costes externos y la reducción del riesgo sistémico. Quienes se oponen no cuestionan la validez del argumento, sino la idoneidad del recurso fiscal como solución frente a un cambio en el binomio regulación-supervisión.

Actualmente, las alternativas a debate se reducen a tres: una tasa de contribución a la estabilidad financiera (CEF), un impuesto sobre la actividad financiera (IAF) y un impuesto sobre las transacciones financieras (ITF) al estilo Tobin.<sup>(2)</sup> El Fondo Monetario Internacional propuso al G-20 crear un nuevo sistema fiscal a dos niveles que incluyera una CEF y un IAF, aplicables a todo tipo de instituciones financieras.<sup>(3)</sup> El tipo impositivo de la CEF se adecuaría al riesgo sistémico de cada institución, su base vendría dada por la financiación ajena de las entidades financieras (excluyendo depósitos, reservas aseguradas y capital *Tier 1*) y su recaudación se destinaría a financiar parte del coste directo de futuras reestructuraciones. Sobre el papel, una CEF aplicada de forma suficientemente amplia podría evitar distorsiones en las decisiones de financiación (como un exceso de apalancamiento). En la práctica, su viabilidad se ve comprometida por la complejidad y la dificultad de criterio que acarrea definir el tipo impositivo adecuado para capturar correctamente la contribución de cada entidad al riesgo agregado.

A diferencia de la CEF, la base del IAF no se obtiene del balance, sino de la cuenta de resultados, y viene dada por las remuneraciones y los beneficios de las entidades financieras, dando opción a elegir entre gravar su totalidad, convirtiéndose de este modo en un pseudoimpuesto sobre el valor añadido, o exclusivamente las rentas «excesivas», partiendo de la idea que éstas son fruto de un riesgo injustificado y de la garantía implícita del Estado. Un IAF bien diseñado podría alinear los incentivos a fin de minimizar esa indeseada toma de riesgos pero la viabilidad de este tipo de gravamen genera aún más controversia que el CEF. El mismo FMI subraya que la eficacia de dicho impuesto pende de la coordinación internacional; de no ser así, la evasión fiscal mediante deslocalización y la doble imposición pueden anular su efecto o incluso convertirlo en contraproducente. Por otra parte, no está claro cómo determinar qué nivel de rentas es excesivo para el sector financiero sin acabar tasando ganancias que, en realidad, pueden derivar de un mayor esfuerzo o eficiencia y no de un mayor riesgo.

A diferencia del resto de alternativas, el ITF no es un gravamen sobre el sector financiero per se, sino sobre los mercados financieros. Aplicado de forma general, su base incluiría cualquier transacción financiera ejecutada en mercados organizados o no (*over the counter*); en su versión restringida, gravaría sólo bonos y acciones en mercados organizados. El tipo impositivo sería relativamente bajo puesto que se aplicaría cada vez que el activo en cuestión se intercambiara.

Quienes abogan por este tipo de impuesto defienden que un ITF de base amplia permitiría reducir sustancialmente la volatilidad de los mercados financieros. Sin embargo, dicha premisa ha sido puesta en entredicho por la evidencia empírica y, además, presenta serios problemas de implementación: definir la base del impuesto en operaciones con derivados es sumamente complejo; el riesgo de deslocalización hacia jurisdicciones externas es aún mayor que en el caso del IAF si no se coordina a nivel del G-20 –algo muy poco probable teniendo en cuenta que varios países, incluidos Estados Unidos o el Reino Unido, ya lo han rechazado–; y la distribución de su recaudación sería desigual, concentrándose en unas pocas plazas financieras que ejecutan la mayoría de operaciones.

(1) Véase el recuadro temático «Rescate garantizado: una percepción peligrosa para el sistema» en el Informe Mensual de abril.

(2) Tobin, J. (1978). «A proposal for international monetary reform», *Eastern Economic Journal*, 153-159.

(3) «A fair and substantial contribution by the financial sector. Final report for the G20», FMI (2010).

Con todo, el principal inconveniente es que no permite diferenciar entre operaciones «beneficiosas» y «perjudiciales», por lo que acabaría restando eficiencia y liquidez al sistema, impidiendo la correcta canalización de recursos y dificultando la cobertura de riesgos sin abordar el principal problema: la desalineación de incentivos.

En definitiva, ninguna de las propuestas está exenta de efectos secundarios indeseados o, incluso, de posibles interferencias legales con otras medidas o regulaciones vigentes. Ello explica por qué no se ha logrado consensuar una vía idónea de actuación ni en lo que se refiere al objeto del gravamen, ni en lo relativo a la definición de la base, tipo impositivo o perímetro de implementación.

Ante dicho desacuerdo, y dado que la reforma regulatoria en curso ya plantea nuevas exigencias a un sistema financiero todavía frágil, una reforma paralela de la fiscalidad exige una importante dosis de prudencia. En cualquier caso, como en el ámbito de la regulación, la coordinación internacional es indispensable.

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

## Actividad económica

### El sector exterior: la clave de la recuperación

Los datos disponibles para el primer trimestre de 2011 muestran que la actividad económica progresa muy paulatinamente. Los distintos indicadores confirman que la capacidad de recuperación del consumo, el factor de mayor peso de la economía, seguirá siendo bastante limitada en 2011. En cambio, los datos referentes al sector exterior están siendo algo mejor que lo esperado, por lo que se va confirmando el importante apoyo que este sector ofrecerá al crecimiento del producto interior bruto (PIB) este año.

Las presiones sobre el consumo son múltiples. Destacan la pobre evolución del mercado laboral, la caída de la renta disponi-

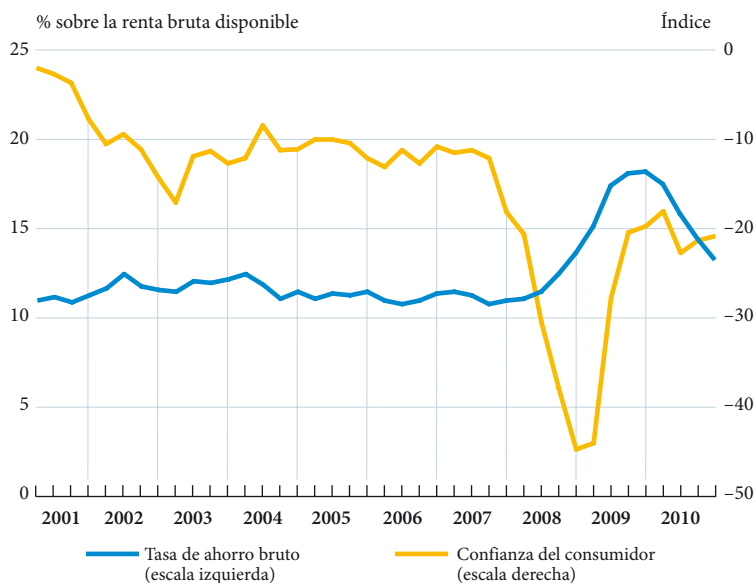
ble y la pérdida de poder adquisitivo que supone el repunte inflacionista. Todo ello queda reflejado en la errática recuperación que está experimentando el índice de confianza del consumidor. En el mes de marzo, concretamente, registró un importante retroceso y se situó al nivel del mes de diciembre. De hecho, este indicador ha mantenido una tendencia muy plana los últimos trimestres.

Tampoco las ventas al por menor dan síntomas de recuperación. En el mes de febrero volvieron a caer, situando la tasa de variación interanual en el  $-4,4\%$  y, de este modo, prosiguieron la evolución decreciente del último año. Es difícil que el consumo de servicios pueda compensar las dificultades del consumo de bienes, por lo que el avance del principal agregado de la

**Se mantiene la pausada tendencia en la reactivación económica.**

### LA MEJORA DE LA CONFIANZA PERMITE REDUCIR EL AHORRO DE LAS FAMILIAS

Indicadores de confianza y ahorro familiar



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

## INDICADORES DE DEMANDA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2009	2010	2010				2011		
			I	II	III	IV	Enero	Febrero	Marzo
<b>Consumo</b>									
Producción de bienes de consumo (*)	-8,2	0,8	0,4	2,5	0,4	0,1	1,2	1,8	...
Importación de bienes de consumo (**)	-6,1	-10,2	-10,8	2,8	-16,2	-15,1	-5,1	0,4	...
Matriculaciones de automóviles	-17,9	3,1	44,5	35,3	-25,0	-29,3	-23,5	-27,6	-29,1
Crédito al consumo de bienes duraderos	-11,5	-12,3	-5,6	-9,8	-19,2	-14,6	-	...	-
Indicador de confianza de los consumidores (***)	-28,3	-20,9	-18,2	-22,9	-21,5	-21,0	-21,0	-15,2	-22,6
<b>Inversión</b>									
Producción de bienes de equipo (*)	-22,1	-3,3	-2,4	-1,7	-6,3	-3,2	3,2	3,6	...
Importación de bienes de equipo (**)	-27,0	6,0	-1,2	13,0	5,8	6,5	22,9	-3,5	...
Matriculación de vehículos industriales	-40,0	6,4	8,5	24,2	-9,3	1,4	-0,7	-2,7	-2,8
<b>Comercio exterior (**)</b>									
Importaciones no energéticas	-17,5	9,2	10,4	18,1	5,1	4,2	11,0	4,9	...
Exportaciones	-9,8	14,5	17,4	14,9	11,7	14,1	24,6	15,4	...

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.

### En 2010 el consumo creció, pero el ahorro retrocedió.

demanda muy probablemente será leve en el primer trimestre del año.

Como se ha mencionado, la evolución de la renta disponible bruta está siendo clave para la recuperación del consumo privado. En el año 2010 ésta disminuyó un 1,8% según los datos referentes al cuarto trimestre de 2010 publicados por el Instituto Nacional de Estadística (INE). Dado que la inflación media anual fue del 1,8%, la caída de la renta en términos reales aún fue superior. A pesar del retroceso, el consumo nominal creció un 4,1% en 2010 con respecto al año anterior. Ello fue posible gracias al importante descenso que experimentó el ahorro. Como había aumentado mucho en el periodo 2008-2009 debido a la incertidumbre generada por la caída del empleo, el recorrido a la baja era amplio. Así, a finales de 2010 se situó en el 13,1% de la renta disponible, una tasa cinco puntos porcentuales inferior a la registrada en el año 2009. Tras esta importante

corrección, el recorrido que la tasa de ahorro puede ofrecer al consumo es menor.

Tampoco la renta disponible nominal ofrecerá mucho soporte al consumo. Aunque para este año sí esperamos que aumente levemente en términos nominales, en términos reales es probable que vuelva a retroceder cerca de un 1%.

El limitado avance del gasto de las familias junto con la pobre evolución del gasto público y la inversión harán que muy probablemente la contribución de la demanda interna sobre el crecimiento sea negativa para el año 2011. Respecto la inversión, sin embargo, es importante distinguir entre el comportamiento de la inversión en construcción y la destinada a la producción de bienes.

El conjunto de indicadores apunta a que el sector de la construcción sigue sin levantar cabeza. Una muestra de ello es el hecho

### La inversión en construcción continúa cayendo...

de que tanto el consumo de cemento como la confianza en la construcción volvieron a caer en el mes de marzo.

En cambio, las variables que hacen referencia al progreso de la inversión en bienes de equipo son más favorables. En este sentido, cabe señalar la tendencia positiva de la posición de las empresas no financieras. Así, según la contabilidad trimestral no financiera, si en 2007 tenían una necesidad de financiación del 11% del PIB, en 2010 registraron una capacidad de financiación del 0,4%. Esta mejor situación financiera de las empresas debería contribuir a impulsar la inversión. De hecho, los indicadores avanzados apuntan en esta dirección. Por ejemplo, en el mes de febrero, la producción de bienes industriales aumentó un 3,6% interanual, hecho que contrasta con la caída del 1,9% registrada en el mismo mes del año 2010.

Pero dado que la contribución de la demanda interna al crecimiento, en conjunto, será negativa, las exportaciones continuarán siendo este año el motor de la economía. El progreso de las ventas al exterior se fundamenta en la mejora de los mercados mundiales, en gran parte impulsada por la fortaleza de los países emergentes y por la recuperación de la mayoría de las economías desarrolladas. Como el crecimiento en 2011 de las importaciones será bastante más moderado, el saldo neto exterior contribuirá notablemente al crecimiento del PIB.

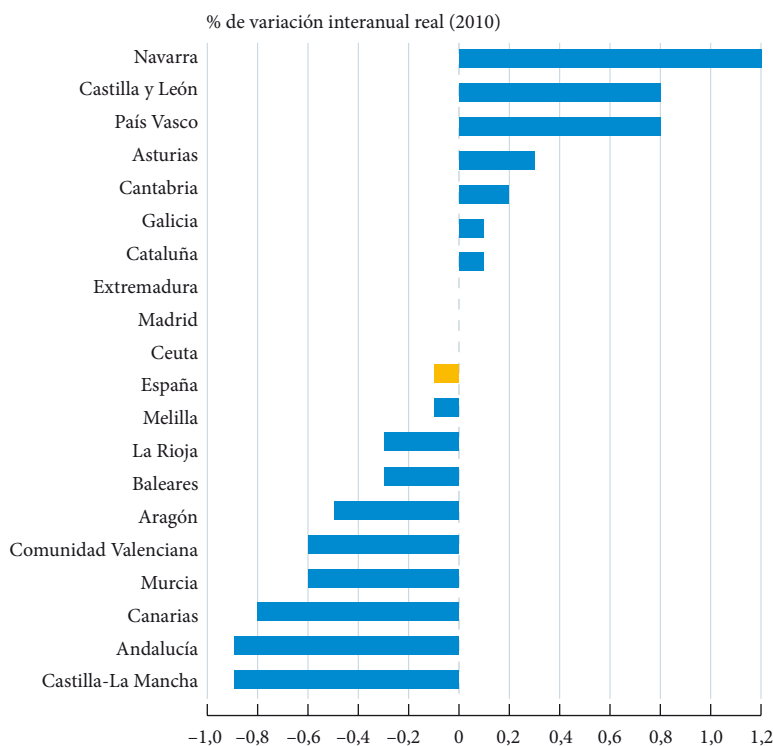
Sin embargo, no todas las regiones de España avanzan al mismo ritmo, tal y como ponen de manifiesto los datos de contabilidad regional publicados por el INE. Según las estimaciones de este organismo, Navarra experimentó la mayor tasa de crecimiento en 2010, del 1,2%, muy superior a la caída del 0,1% registrada por el conjunto del país.

**...mientras que la inversión en bienes de equipo se recupera.**

**Las exportaciones se mantienen fuertes.**

## NAVARRA LIDERA EL CRECIMIENTO EN EL AÑO 2010

Crecimiento del PIB por comunidades autónomas



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística 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	Marzo
<b>Industria</b>									
Consumo de electricidad (1)	-4,8	2,5	2,5	3,3	1,8	2,5	0,6	1,9	1,1
Índice de producción industrial (2)	-15,8	0,8	0,3	2,9	-0,2	0,4	2,9	3,6	...
Indicador de confianza en la industria (3)	-30,8	-13,8	-18,4	-13,9	-13,5	-9,2	-8,3	-7,2	-10,2
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	22,2	26,9	28,4	18,8	15,8	16,9	8,0	...
<b>Construcción</b>									
Consumo de cemento	-32,3	-15,6	-21,3	-12,3	-13,6	-16,1	0,3	2,7	-6,4
Indicador de confianza en la construcción (3)	-32,3	-29,7	-25,6	-24,0	-27,8	-41,5	-50,7	-52,1	-59,6
Viviendas (visados obra nueva)	-58,1	-17,3	-24,4	-10,3	-13,2	-20,3	7,2	...	...
Licitación oficial	-8,2	-37,9	-52,2	-18,1	-36,6	-34,8	-17,9	...	...
<b>Servicios</b>									
Ventas comercio minorista (6)	-5,4	-1,0	0,7	-0,2	-2,5	-1,9	-4,6	-4,4	...
Turistas extranjeros	-8,8	0,9	0,3	-3,1	4,2	1,4	4,7	4,3	...
Ingresos turismo	-9,0	3,9	0,4	0,8	7,0	5,4	6,2	...	...
Mercancías ferrocarril (t-km)	-28,4	6,4	4,5	20,9	5,9	-4,2	1,2	11,3	...
Tráfico aéreo pasajeros	-7,9	2,8	3,7	-0,6	4,2	4,3	6,0	4,6	4,5
Consumo de gasóleo automoción	-5,1	-1,2	-0,5	-0,5	-2,1	-1,6	2,3	...	...

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.

### El encarecimiento de la energía es el riesgo negativo más importante para la recuperación.

Aunque el proceso de recuperación parece estar bien encarrilado, así como la consecución de una tasa de crecimiento positiva para el conjunto del año, la incertidumbre se mantiene elevada. Entre los riesgos a la baja, destaca la posibilidad de un encarecimiento más acusado de la energía, que afectaría proporcionalmente más a aquellos países, como España, que son muy dependientes de las importaciones del petróleo. Ello tendría dos consecuencias importantes: la pérdida de competitividad por parte de las empresas, hecho que quitaría brillo a la excelente recuperación de las exportaciones, y quizás más importante, la pérdida del poder adquisitivo de los consumi-

dores. Esto último podría ralentizar la reactivación de las compras, lo cual incidiría negativamente sobre el avance del consumo privado.

También existe la posibilidad de que la evolución de la economía acabe siendo mejor que lo esperado. No es descartable que la prima de riesgo país acabe mejorando a un ritmo más rápido del previsto una vez se concrete el rescate de Portugal y se haya formalizado la reestructuración del sistema financiero español. La mejora de la confianza sería, sin lugar a dudas, un buen revulsivo para la inversión empresarial.

## Mercado de trabajo

### El crecimiento de la economía es insuficiente para crear empleo

El moderado dinamismo de la actividad económica del primer trimestre de 2011 no bastó para revertir la situación desfavorable del mercado de trabajo. De hecho, los datos del mes de marzo fueron ligeramente peor de lo esperado, pero siguen dibujando un proceso de recuperación lento del mercado laboral.

En efecto, el total de afiliados en alta en la Seguridad Social del mes de marzo aumentó en 45.660 personas, alcanzando los 17.392.754 y, de este modo, la tasa de caída del empleo descendió cerca de dos décimas, hasta el 1,1%. Sin embargo, la cifra corregida de estacionalidad muestra

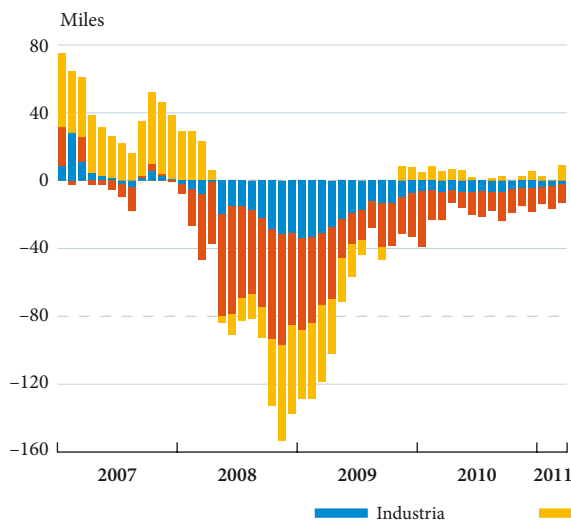
un descenso de aproximadamente 14.000 afiliados. Esto último sugiere que el incremento de ocupados este mes se debió exclusivamente a factores estacionales y no a una mejora sustancial del ritmo de avance de la economía.

Durante el próximo trimestre, las perspectivas son que el número de ocupados aumente como consecuencia de la estacionalidad favorable de las vacaciones de Semana Santa y del inicio de la contratación del periodo veraniego. De este modo, la tasa de reducción del empleo se moderará un poco, cerca de una décima, situándose en el 1,0% interanual en el mes de junio. Durante la segunda mitad del año, el proceso de caída de la tasa interanual del total de ocupados proseguirá, aunque a un rit-

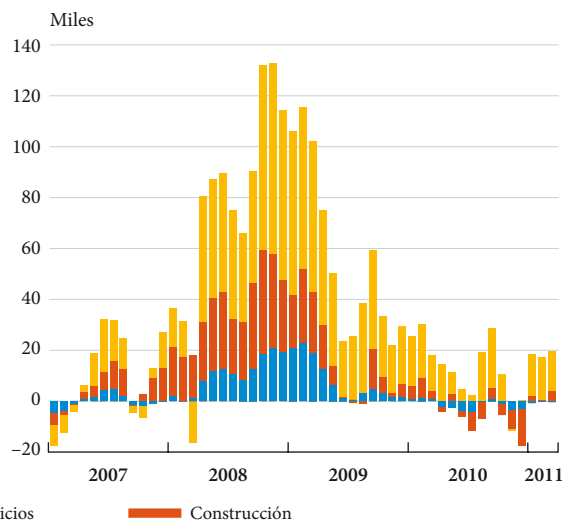
**El aumento de afiliados en marzo es únicamente estacional.**

### CONTINÚA LA SITUACIÓN DE ESTANCAMIENTO EN EL MERCADO DE TRABAJO

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



Variación mensual del número de parados registrados (\*)



NOTA: (\*) Series corregidas de estacionalidad.

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



## INDICADORES DE EMPLEO

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

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

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.

### El aumento de afiliados se concentra en el sector servicios gracias al buen comportamiento del turismo.

mo muy pausado, ya que una vez finalizada la temporada de verano se espera observar de nuevo retrocesos en el empleo. Con esta dinámica, no será hasta mediados del año 2012 que empiece a crearse empleo, una vez la economía avance a un ritmo algo más rápido.

Una pista de que el comportamiento del mercado de trabajo es probable que mejore en el próximo trimestre, la ofrece la evolución de la ocupación del sector servicios. Así, el gráfico anterior muestra que en el mes de marzo el empleo en este sector, que contiene el mayor número de ocupados, tomó un cierto impulso. Ello fue así incluso una vez corregida la serie de efectos estacionales y, por tanto, no toda la subida del empleo en este sector fue resultado del periodo. Estos datos algo más favorables del sector servicios coinciden con la mejor

marcha del turismo, que experimentó un incremento del 2,4% en el primer trimestre del año, en parte gracias al desplazamiento de viajeros hacia España por las tensiones políticas del norte de África. Las perspectivas son que la fortaleza del sector turístico se mantenga, y ello debería contribuir a crear ocupación en el sector servicios durante los próximos meses.

En cambio, el proceso de reactivación del empleo en la construcción continuó estancado como consecuencia del mal comportamiento de la actividad en este sector.

Otro ejemplo de que el mercado de trabajo sigue teniendo poco vigor se pone de manifiesto con los datos de empleo en el sector industrial, que volvieron a caer en el mes de marzo. No obstante, a diferencia de la construcción, el ritmo de caída del

### El empleo en la construcción no levanta cabeza...

total de ocupados en este sector se desaceleró. Dado que la recuperación de la economía está siendo apoyada por la demanda externa, es probable que la industria reciba un impulso por su orientación a la exportación, y ello podría arrastrar al empleo en este sector.

La debilidad del mercado de trabajo es también palpable cuando se observa la evolución del paro registrado. Así, en el mes de marzo éste creció en 34.406 personas (unos 20.000 en términos desestacionalizados), rebasando los 4,3 millones. Esta subida, algo superior a la prevista, colocó la tasa de incremento interanual en el 4,0%, una décima por debajo de la del mes anterior. Asimismo, las cifras corregidas de estacionalidad muestran que durante el primer trimestre de 2011 se revirtió completamente el descenso del número de parados de finales del año 2010. Sin embargo, los datos revelan que durante este primer trimestre no aumentó el paro en el sector industrial y ello apunta a que al menos en

este sector el ajuste probablemente esté tocando fondo.

Aunque la evolución del número de contratos registrados en los últimos tres meses sugiere también un cierto estancamiento en el proceso de reactivación, es preciso tener en cuenta que estos datos tienden a ser bastante volátiles. Además, se espera que su tendencia alcista se recupere durante el próximo trimestre, especialmente tras el anuncio por parte del Gobierno de medidas para luchar contra el empleo irregular. Una de las propuestas en discusión es que durante un periodo de tiempo preliminar, la legalización de los trabajadores irregulares se pueda efectuar con sanciones menores. Posteriormente, la inspección de trabajo penará más duramente a los infractores a través de la reforma de la Ley de Infracciones y Sanciones del Orden Social.

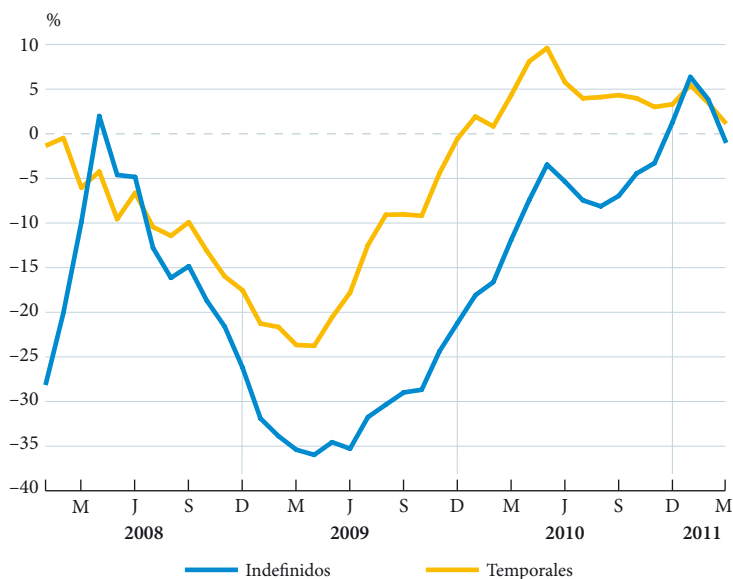
En definitiva, el conjunto de las cifras más recientes del mercado de trabajo no es

**...pero se desacelera el ritmo de destrucción de puestos de trabajo en la industria.**

**Durante el primer trimestre de 2011 no aumenta el paro en el sector industrial.**

## LA RECUPERACIÓN DE LOS CONTRATOS REGISTRADOS SE TOMA UN RESPIRO

Variación interanual (medias móviles de tres meses)



FUENTES: Servicio Público de Empleo Estatal y elaboración propia.

## PARO REGISTRADO POR SECTORES, SEXO Y EDADES

Marzo 2011

	Parados	Variación sobre diciembre 2010		Variación sobre el mismo periodo del año anterior		% participación
		Absoluta	%	Absoluta	%	
<b>Por sectores</b>						
Agricultura	143.431	16.602	13,1	22.752	18,9	3,3
Industria	505.173	13.535	2,8	-20.713	-3,9	11,7
Construcción	762.528	9.461	1,3	-35.044	-4,4	17,6
Servicios	2.531.424	159.485	6,7	132.683	5,5	58,4
Primer empleo	391.113	34.513	9,7	67.378	20,8	9,0
<b>Por sexos</b>						
Hombres	2.150.248	97.060	4,7	36.683	1,7	49,6
Mujeres	2.183.421	136.536	6,7	130.373	6,4	50,4
<b>Por edades</b>						
Menores de 25 años	483.251	49.477	11,4	211	0,0	11,2
Resto de edades	3.850.418	184.119	5,0	166.845	4,5	88,8
<b>TOTAL</b>	<b>4.333.669</b>	<b>233.596</b>	<b>5,7</b>	<b>167.056</b>	<b>4,0</b>	<b>100,0</b>

FUENTES: Servicio Público de Empleo Estatal y elaboración propia.

muy favorable. No obstante, el hecho de que el empleo en el sector servicios haya crecido algo en el mes de marzo y los indicios de que el aumento del paro en el sector de la industria podría estar finalizando auguran un mejor comportamiento en el

próximo trimestre. Asimismo, los datos acontecidos están bastante en concordancia con nuestras previsiones de que el empleo concluirá el 2011 con un descenso del 0,5% interanual y la tasa de paro se ubicará en el 20,4%.

## Precios

### Continúa la tendencia alcista de los precios

El encarecimiento del precio del petróleo está manteniendo la tasa de inflación en niveles relativamente elevados. Concretamente, la variación interanual del índice de precios de consumo (IPC) se mantuvo en el 3,6% en el mes de marzo. Aunque las presiones inflacionistas podrían persistir en el corto plazo, esperamos que vayan remitiendo gradualmente. La desaparición de los efectos transitorios de las subidas de los impuestos indirectos ayudará a que esto sea así. En cambio, la futura evolución del precio del petróleo es más difícil de prever, ya que las tensiones geopolíticas del norte de África han aumentado considerablemente su volatilidad. Ello hace que la incertidumbre alrededor de la previsión de inflación se mantenga elevada.

De momento, el precio del petróleo no da señales de que vaya a retroceder a corto plazo. Ello ha motivado que nuestra previsión de inflación media para el año 2011 se incremente en una décima hasta el 3,0% anual. Esta previsión está muy condicionada por la proyección del precio del petróleo. Creemos que es difícil que los factores que lo están impulsando al alza cambien a corto plazo, especialmente los factores geopolíticos. Por ello, esperamos que se mantenga por encima de los 110 dólares por barril los próximos meses. Probablemente, no será hasta el verano que empezará una tendencia bajista. De acuerdo con este escenario, para finales de año el precio del petróleo debería situarse en torno a los 100 dólares por barril.

Dados la naturaleza de las presiones inflacionistas y el escenario previsto para el

**El ritmo de crecimiento de los precios del consumo se sitúa en el 3,6% en marzo.**

**La previsión media anual del IPC para el año 2011 se eleva una décima hasta el 3,0% por las presiones del precio del petróleo.**

### ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO

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

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

**El BCE sube el tipo de interés 25 puntos básicos hasta el 1,25% para luchar contra las tensiones inflacionistas.**

**Los costes de producción continúan aumentando.**

precio del petróleo, el alza de la inflación será muy probablemente transitoria. Ello permite que, de momento, no se aprecien efectos de segunda ronda importantes. De hecho, aunque la encuesta que lleva a cabo la Comisión Europea acerca de las expectativas de inflación nos informa de que están aumentando, estas todavía se encuentran en territorio moderado.

Para el conjunto de la eurozona las expectativas de inflación también parecen estar bastante ancladas, pero el Banco Central Europeo (BCE) se desmarcó de la Fed y en el mes de abril subió el tipo de interés de referencia 25 puntos básicos, hasta el 1,25%. Además, dejó la puerta abierta a nuevas subidas en los próximos meses si las tensiones inflacionistas persisten. Para el conjunto de la eurozona la inflación no es tan acusada como en España, ésta se situó en el 2,7% en el mes de marzo, pero se encuentra en un nivel claramente superior al límite fijado por el BCE. De acuerdo con la actuación de la máxima autoridad monetaria europea, las expectativas de inflación

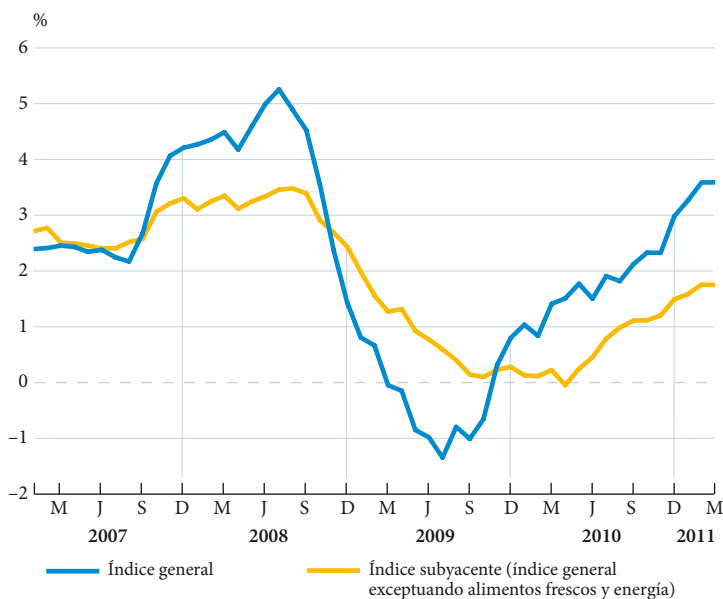
en el continente europeo y en España deberían mantenerse bajo control y, por lo tanto, los efectos de segunda ronda también.

La actuación del BCE, sin embargo, podría debilitar la ya débil recuperación de la demanda interna. De hecho, la inflación subyacente, que excluye la energía y los alimentos frescos, disminuyó una décima hasta el 1,7% interanual en el mes de marzo y se mantiene en un nivel reducido desde hace meses. Dado este escenario, es probable que en el corto plazo se mantenga bastante estable.

El repunte de las presiones inflacionistas está dificultando las ganancias de competitividad de la economía española. Una buena muestra de ello la ofrece el índice de precios industriales, que refleja el crecimiento de los precios de los bienes industriales cobrados por el fabricante. Los datos muestran que estos siguieron su tendencia ascendente y subieron significativamente en el mes de febrero, ocho décimas hasta el 7,6% interanual, impulsados sobre

## LA INFLACIÓN GENERAL Y LA SUBYACENTE AMPLÍAN SU DIFERENCIA

Variación interanual del IPC



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

## INDICADORES DE INFLACIÓN

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

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

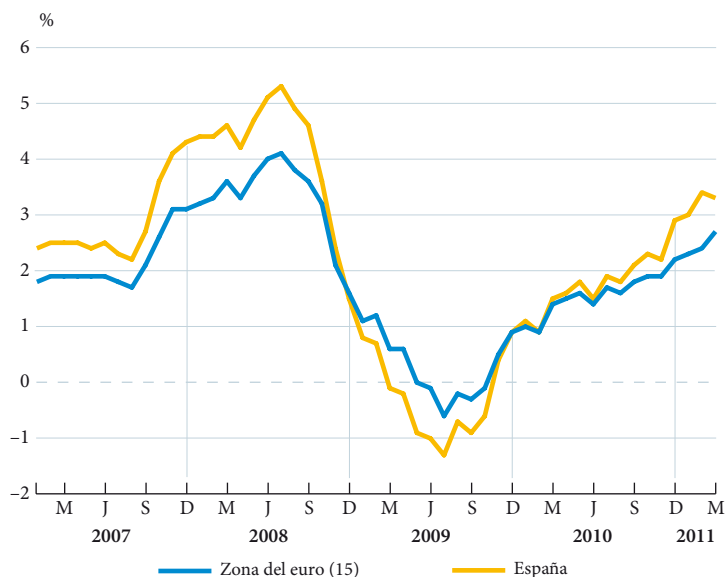
NOTAS: (\*) Datos corregidos de estacionalidad y calendario.

(\*\*) Excepto energía.

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

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

Variación interanual del IPC armonizado



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

**En marzo disminuye el diferencial de precios con respecto a la zona del euro.**

todo por los bienes energéticos. En cambio, el aumento de los precios industriales durante los últimos meses en el promedio de la zona del euro fue más pausado. En el mes de febrero, concretamente, la tasa de crecimiento interanual fue un punto menor en la zona del euro que en España.

Otra medida alternativa de la competitividad la ofrece el diferencial de precios del

consumo con respecto a la zona del euro. Tras varios meses registrando una tendencia creciente, en el mes de febrero éste retrocedió ligeramente y otorga así un cierto respiro en el reciente proceso de pérdida de competitividad. Según datos de Eurostat, la variación interanual del índice de precios armonizado de la zona euro se situó en el 2,7%, mientras que el registrado en España fue del 3,3%.



## Sector exterior

### Los componentes del déficit comercial presentan tendencias opuestas

El desequilibrio comercial alcanzó su máximo en junio de 2008, con un déficit de 104.238 millones de euros acumulados durante los últimos doce meses. Dos años más tarde, las mejoras tanto del componente energético como del no energético permitieron corregir parcialmente este desequilibrio. El déficit comercial se situó por debajo del 5% del producto interior bruto (PIB), para mantenerse prácticamente estancado a partir de entonces. Esta ausencia de variación responde a las tendencias opuestas que presentan ambos componentes del déficit. La persistente escalada del precio del crudo ha deteriorado considerablemente el saldo energético. La

corrección del déficit no energético, impulsado por el aumento del comercio con los países de la zona del euro, destino de más de la mitad de las exportaciones españolas ha neutralizado el desequilibrio energético. ¿Cuál de estos dos efectos acabará imponiéndose a medio plazo?

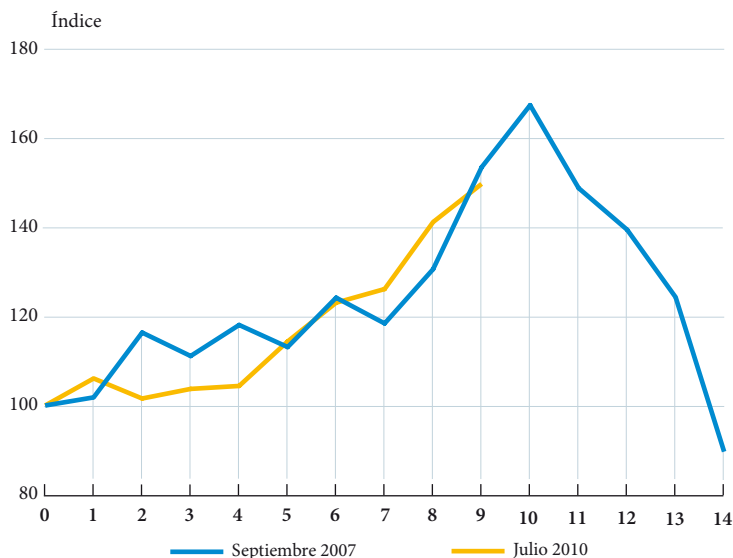
En febrero de 2011, el saldo no energético registró un superávit de 125,9 millones de euros, algo que no sucedía desde el año 1986. Esta mejora responde al mayor aumento interanual de las exportaciones, del 19,7%, frente al 12,6% registrado por las importaciones. Fruto de ello, el déficit no energético acumulado desde marzo de 2010 se redujo hasta los 15.033 millones de euros, un 77% por debajo del máximo alcanzado tres años atrás.

**El déficit comercial se mantiene en niveles similares a los de junio de 2010.**

**El componente no energético registra un superávit después de 25 años.**

### LA RECIENTE ESCALADA DEL PRECIO DEL PETRÓLEO SE ASEMEJA A LA DE 2008

Precio del petróleo en base 100 = Mes previo al crecimiento de los precios del petróleo



FUENTES: Thomson Reuters Datastream y elaboración propia.

	Importaciones			Exportaciones			Saldo	Tasa de cobertura (%)
	Millones de euros	% variación anual en valor	% participación	Millones de euros	% variación anual en valor	% participación	Millones de euros	
<b>Por grupos de productos</b>								
Energéticos	9.174	45,8	22,2	1.820	107,3	5,5	-7.354	19,8
Bienes de consumo	9.088	5,1	22,0	11.311	14,5	34,2	2.224	124,5
<i>Alimenticios</i>	2.288	12,7	5,5	4.302	15,0	13,0	2.014	188,0
<i>No alimenticios</i>	6.800	2,8	16,5	7.009	14,2	21,2	209	103,1
Bienes de capital	2.628	5,1	6,4	2.800	33,4	8,5	172	106,5
Bienes intermedios no energéticos	20.379	21,9	49,4	17.161	29,7	51,9	-3.219	84,2
<b>Por áreas geográficas</b>								
Unión Europea	21.584	13,1	52,3	22.296	22,5	67,4	712	103,3
<i>Zona del euro</i>	17.536	14,3	42,5	18.220	21,1	55,1	684	103,9
Otros países	19.685	30,7	47,7	10.796	37,2	32,6	-8.889	54,8
<i>Rusia</i>	1.571	78,5	3,8	350	72,4	1,1	-1.221	22,3
<i>EEUU</i>	1.736	34,6	4,2	1.279	59,5	3,9	-457	73,7
<i>Japón</i>	572	2,0	1,4	270	24,3	0,8	-302	47,2
<i>América Latina</i>	2.145	31,8	5,2	1.881	52,7	5,7	-264	87,7
<i>OPEP</i>	4.649	41,1	11,3	1.130	38,4	3,4	-3.519	24,3
<i>Resto</i>	9.013	21,6	21,8	5.887	27,9	17,8	-3.126	65,3
<b>TOTAL</b>	<b>41.269</b>	<b>20,8</b>	<b>100,0</b>	<b>33.092</b>	<b>26,9</b>	<b>100,0</b>	<b>-8.177</b>	<b>80,2</b>

FUENTES: Ministerio de Economía y elaboración propia.

### El elevado precio del petróleo seguirá deteriorando el déficit a corto plazo.

Al mismo tiempo, el saldo comercial energético acumulado los doce últimos meses previos a febrero registraba un déficit de 37.315 millones de euros, acercándose a los máximos de 2008. Este aumento del desequilibrio energético responde a dos factores: la elevada dependencia energética española, muy superior a la media europea, y la progresiva escalada del precio del petróleo. Respecto a este último, el precio del barril de crudo de calidad Brent superaba, en abril, los 87 euros (120 dólares). Como muestra el gráfico anterior, ello supone un incremento del 49,8% desde agosto de 2010. Esta evolución se asemeja a la registrada durante 2008. Sin embargo, a diferencia de lo que ocurrió entonces, nuestras previsiones apuntan hacia una reducción más lenta del precio del crudo, lo que anticipa una corrección del déficit energé-

tico mucho más gradual que la de hace dos años.

Por lo tanto, en clave de futuro, esperamos nuevos deterioros del déficit comercial durante los próximos meses, aún impulsados por la evolución del componente energético. Sin embargo, la relajación gradual de las presiones sobre el precio del crudo y el mantenimiento de la senda de corrección del saldo no energético podrían empezar a reducir el desequilibrio comercial a medio plazo.

### El turismo, única buena noticia del saldo corriente

El desequilibrio acumulado durante los últimos doce meses de la balanza de pagos aumentó ligeramente en enero, hasta los

### El deterioro de la balanza de rentas aumenta el déficit corriente.

49.194 millones de euros. El motivo de este deterioro fue el ensanchamiento del déficit de la balanza de bienes y, principalmente, la de rentas. En este último caso, el aumento del déficit puso fin a más de veinte meses consecutivos de contracciones. Este dato podría significar un cambio de tendencia en la evolución de la balanza de rentas, provocado por un mayor pago de rendimientos de la deuda. Sin embargo, será necesario esperar a las próximas publicaciones de datos para poder corroborar esta hipótesis.

Lo que no plantea ningún tipo de duda es la evolución positiva de la balanza de servicios. Ésta aumentó en enero hasta los 28.257 millones de euros. Las buenas noticias referentes a la entrada de turistas durante el primer trimestre del año permiten

anticipar nuevos incrementos del superávit de la balanza de servicios. A pesar de ello, nuestras previsiones sitúan el saldo de la cuenta corriente en el 4,3% en 2011. Ello significa una corrección del déficit de dos décimas, mucho menor que la registrada durante los dos últimos años.

Por lo que se refiere a los flujos financieros, la inversión extranjera en cartera en España fue de 15.714 millones de euros en enero. Ésta fue la única fuente de entrada neta de capitales extranjeros para satisfacer la necesidad de financiación de la economía española. Por su lado, la relajación de la prima de riesgo en ese mes permitió la reducción del recurso al Banco Central Europeo por parte de las entidades financieras españolas.

**La recuperación del turismo anticipa nuevos incrementos del superávit de servicios.**

**La inversión en cartera es la principal fuente de financiación en enero.**

## BALANZA DE PAGOS

Enero 2011

	Acumulado año		Doce últimos meses		
	Saldo en millones de euros	% variac. anual	Saldo en millones de euros	Variación anual	
				Absoluta	%
<b>Balanza corriente</b>					
Balanza comercial	-4.516	9,9	-47.505	-5.354	12,7
Servicios					
<i>Turismo</i>	1.688	7,9	27.082	1.110	4,3
<i>Otros servicios</i>	-123	-60,4	1.175	1.893	-
<b>Total</b>	1.564	24,9	28.257	3.003	11,9
Rentas	-2.531	121,2	-23.081	4.677	-16,8
Transferencias	-1.093	-14,1	-6.864	1.934	-22,0
<b>Total</b>	-6.576	24,7	-49.194	4.259	-8,0
<b>Cuenta de capital</b>	<b>186</b>	<b>-85,6</b>	<b>5.360</b>	<b>218</b>	<b>4,2</b>
<b>Balanza financiera</b>					
Inversiones directas	-2.820	471,4	-3.219	-6.804	-
Inversiones de cartera	15.714	14,3	32.380	-17.453	-35,0
Otras inversiones	-4.612	-22,4	-467	10.441	-95,7
<b>Total</b>	<b>8.282</b>	<b>13,3</b>	<b>28.694</b>	<b>-13.815</b>	<b>-32,5</b>
Errores y omisiones	672	-	-1.311	3.172	-70,8
Variación de activos del Banco de España	-2.565	-22,7	16.451	6.422	64,0

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

### Una consolidación fiscal que no está exenta de riesgos

Las economías avanzadas deben asegurar la sostenibilidad de su deuda pública. Este es el mensaje que se desprende del último informe del Fondo Monetario Internacional (FMI). Según éste, el endeudamiento público en los países desarrollados superará, en promedio, el 100% de su producto interior bruto (PIB) durante los próximos años, lejos del 60% registrado antes del estallido de la última crisis. Es por ello que el organismo supranacional considera necesarios nuevos esfuerzos que permitan la consolidación fiscal a largo plazo. Un objetivo que coincide con el acuerdo alcanzado, el pasado mes de marzo, por los diecisiete líderes de los países de la eurozona en el Pacto por el Euro Plus. En este sentido, las medidas adoptadas por el Gobierno español permiten confiar en una gradual mejoría de las cuentas públicas durante los próximos años. Sin embargo, las recientes tensiones en los mercados de deuda soberana europeos y su efecto sobre la prima de riesgo española muestran que esta senda de consolidación fiscal es aún frágil y no está exenta de riesgos.

Las previsiones del FMI consideran que el déficit fiscal español aumentará su ritmo de corrección en 2011, situándose en el 6,2% del PIB. Ello supone una mejora del saldo público de tres puntos porcentuales respecto al del año anterior, la mayor caída registrada entre las principales economías desarrolladas. Esta previsión se alinea con la del Banco de España y es, solamente, dos décimas más pesimista que la del Gobierno. Parece, por lo tanto, que existe un consenso unánime sobre el buen resultado de las medidas de ajuste fiscal.

Los datos del déficit de caja del Estado acumulado durante los dos primeros meses del año confirman esta percepción, al reducirse un 28,1% respecto al mismo periodo de 2010. Esta caída se produce en un contexto de cambio en el sistema de financiación de las comunidades autónomas de régimen común, iniciado a partir de 2011. Con el nuevo sistema, los flujos de caja del Estado (ingresos y gastos) se ven reducidos. Un claro ejemplo es el de los ingresos del Estado, que disminuyeron un 16,7% interanual. Gran parte de esta caída vino explicada por el aumento del porcentaje de entregas a cuenta que los organismos autonómicos reciben de los impuestos gestionados por el Estado. Ello impide la comparación directa de estos datos respecto a los del año anterior. Sin embargo, todo apunta a que la reducción del gasto público fue la principal razón de la corrección del déficit durante los dos primeros meses de 2011.

Si bien esta corrección no permite realizar conclusiones definitivas sobre la futura evolución del déficit a lo largo del año, sí se alinea con las previsiones de consolidación fiscal de los principales organismos. Se espera, además, que las nuevas reformas estructurales adoptadas por el Ejecutivo español en materia financiera, laboral y de pensiones mantengan el ajuste del desequilibrio fiscal durante los próximos años. Como consecuencia, según el FMI, la deuda pública española se estabilizará alrededor del 75% del PIB en 2016, más de diez puntos porcentuales por debajo del nivel medio de la zona del euro.

Estas perspectivas favorables redujeron la presión sobre la prima de riesgo de la deuda pública española (medida como el dife-

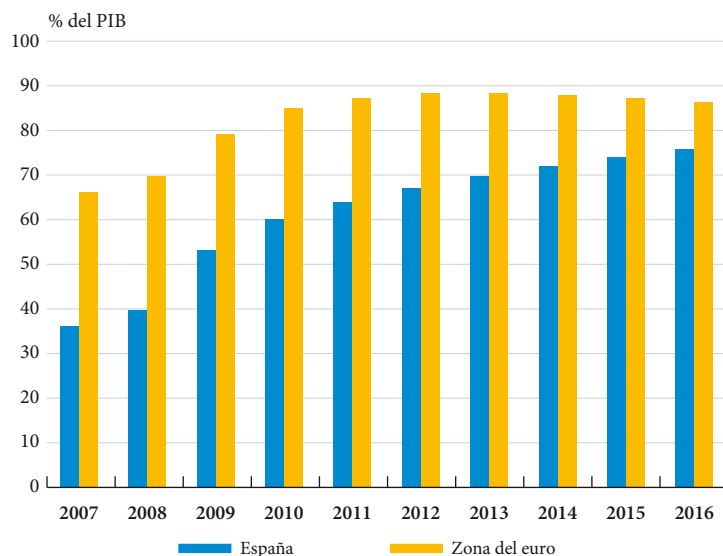
**El FMI considera la sostenibilidad de la deuda pública como una prioridad para las economías avanzadas...**

**...para España prevé una reducción del déficit público español alrededor de los 3 puntos porcentuales.**

**El menor gasto público permite la corrección del saldo público.**

## ESTABILIZACIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA ESPAÑOLA POR DEBAJO DE LA MEDIA DE LA EUROZONA

Deuda bruta pública



FUENTE: Fondo Monetario Internacional.

rencial entre la rentabilidad del bono español y el alemán a 10 años). A mediados de abril, ésta llegó a situarse en los 175 puntos básicos, un nivel que no alcanzaba desde octubre de 2010. Sin embargo, este diferencial aumentó de nuevo hasta los 230 puntos básicos. Este repunte responde, principalmente, a los rumores sobre la reestructuración de la deuda soberana griega y los resultados de las elecciones finlandesas. El auge de un partido político antieuropeo en este país amenaza el rescate del sector público portugués. Esto aumentó la incertidumbre respecto a la deuda soberana española. Asimismo, complicó la colocación de nuevas emisiones del Tesoro.

Además de las tensiones aparecidas a nivel europeo, existen otros factores de índole nacional que también empañan la confianza de los inversores respecto a la consolidación de las cuentas públicas. Los principales riesgos son tres. En primer lugar, la débil recuperación de la economía en 2011, que podría generar un mayor

deterioro del mercado laboral. En segundo, un aumento de las necesidades de capitalización del sistema financiero español. Y, por último, un mayor deterioro de las finanzas de las comunidades autónomas no permitiría alcanzar los objetivos de ajuste fiscal.

Sin duda alguna, la materialización o no de estos riesgos durante los próximos meses será clave para determinar la sostenibilidad de la deuda pública española. Nuestro escenario central prevé una suavización de las tensiones en los mercados de deuda soberana europeos. En clave española, las dudas sobre la solvencia del sector público español también se disiparán paulatinamente. La recuperación gradual de la economía, las pruebas de resistencia al sistema bancario y las elecciones autonómicas de mayo corregirán la reciente sobrerreacción de la prima de riesgo. En definitiva, consideramos que la consolidación fiscal recomendada por el FMI se cumplirá en el caso español.

**Las dudas sobre la solvencia del sector público se disiparán gradualmente.**

## Después de la crisis: ¿hay que subir o bajar los impuestos?

Las medidas coordinadas de estímulos económicos para paliar la Gran Recesión de 2008-2009 evitaron que se convirtiese en una depresión. No obstante, como consecuencia, el déficit público de los países desarrollados que integran la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE) se situó en el 8% del producto interior bruto (PIB) en 2010. Al mismo tiempo, el nivel de la deuda pública superará el 100% del PIB en 2011. Estos niveles no son sostenibles y presionan sobre los tipos de interés a largo plazo, lo que supone un riesgo para el crecimiento económico equilibrado.

De ahí la necesidad de una retirada de los estímulos fiscales y de planes de consolidación presupuestaria. Incluso el gobierno de uno de los países avanzados que mejor está evolucionando, Alemania, ha pospuesto una rebaja de los impuestos que figuraba en el programa electoral de la coalición gobernante en aras de una política fiscal responsable, de acuerdo con el nuevo mandato inscrito en la constitución germánica.

Ahora bien, las medidas de ajuste presupuestario pueden afectar a los gastos o a los ingresos (véase el recuadro «Hacia un crecimiento sostenido y equilibrado: el papel de las reformas fiscales» en la página 23). En general, hay evidencia empírica de que los recortes de los gastos son menos perjudiciales para el crecimiento económico a largo plazo que las subidas de impuestos,<sup>(1)</sup> máxime teniendo en cuenta el nivel alcanzado después de la tendencia ascendente a lo largo del siglo pasado. De hecho, los planes de estímulo de los países desarrollados durante la Gran Recesión se centraron en el impulso del gasto público. No obstante, este recuadro se concentrará en discutir alternativas referentes a los impuestos.

¿Qué países podrían subir los impuestos? En principio, los candidatos parece que serían aquellos con déficits públicos muy abultados, especialmente si sufren la presión de los mercados financieros, y cuyo nivel relativo se lo permitiera. Esto sería un complemento de la reducción del gasto público a fin de lograr una disminución suficiente del déficit público. De todas formas, se imponen una serie de consideraciones. En primer lugar, el sistema fiscal como tal es más que la suma de una serie de impuestos, puesto que existen interacciones a tener en cuenta. Además, a la hora de modificar un tipo impositivo al alza, hay que tener presente su nivel, pues una subida podría suponer un incentivo para el fraude e incluso podría conducir no a un aumento de los ingresos sino a un decremento. Asimismo, habría que reflexionar sobre la equidad y la eficiencia.

Gravar los rendimientos del capital se enfrenta a su elevada movilidad, facilitada por la globalización. Por su alta sensibilidad a los tipos de gravamen no se considera muy factible obtener a partir de esta figura una sustancial expansión de los ingresos públicos. Sin embargo, para hacer frente a este problema últimamente se ha avanzado significativamente en estrechar el cerco a los denominados «paraísos fiscales» y en implementar acuerdos bilaterales o multilaterales entre países para intercambiar información tributaria.

Elevar los ingresos a través del impuesto de sociedades también está dificultado por la movilidad de las empresas en un entorno globalizado. Además, a fin de atraer inversiones, bastantes países han entrado en una dinámica de competencia fiscal que complica la subida del tipo del impuesto. Con todo, los organismos supranacionales apuestan por incrementar los ingresos no tanto por un alza del tipo de gravamen como reduciendo las bonificaciones, ya sea en la base o en la cuota, pues algunas pueden no estar justificadas en términos de eficiencia o provocar distorsiones. Ello no quiere decir, naturalmente, que se deban eliminar todas ellas. Por ejemplo, las

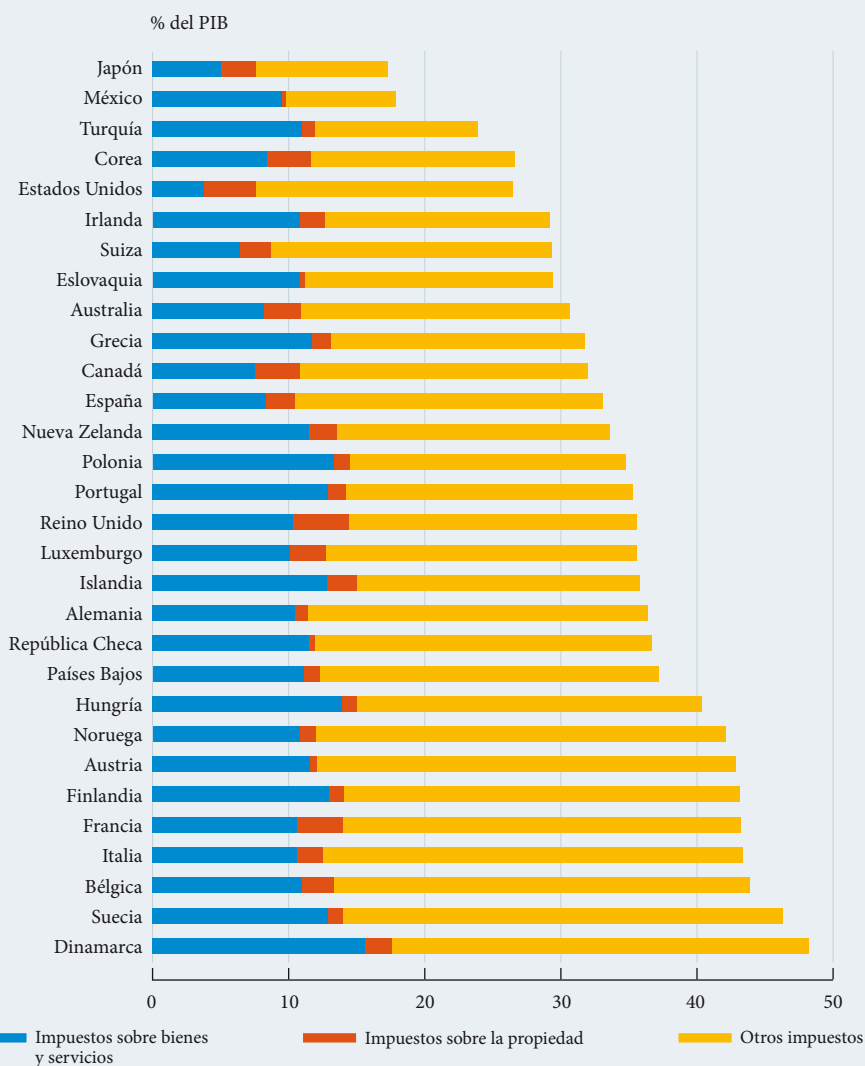
(1) Véase IMF, World Economic Outlook, octubre de 2010.

desgravaciones por I+D pueden ser un intento de internalizar las llamadas externalidades positivas, es decir, situaciones en las que los beneficios sociales exceden a los privados.

No tan movible se considera el factor trabajo. Con todo, un aumento excesivo de la tributación en el impuesto sobre la renta de las personas físicas puede perjudicar la inversión en capital humano y consiguientemente el crecimiento económico. Para elevar los impuestos a través de esta figura los expertos del Fondo Monetario Internacional aconsejan especialmente revisar las deducciones en este impuesto, que puede que no siempre sean apropiadas. Así, se estima que la desgravación hipotecaria existente en Estados Unidos tenía por efecto principal la compra de casas más grandes.

## DISTRIBUCIÓN DE LOS IMPUESTOS

Año 2008 (\*)



NOTA: (\*) 2007 para Australia, Bélgica, México, Países Bajos y Polonia.

FUENTE: OCDE (2010), *Tax Revenue Database*.



Las contribuciones a la Seguridad Social también afectan al empleo del factor trabajo. Se ha argumentado que una rebaja en las contribuciones empresariales a la Seguridad Social podría aumentar la demanda de ocupación al abaratar los costes laborales. Dependiendo de su nivel en los distintos países sería más o menos factible. Con todo, habría que considerar su efecto en la financiación de la Seguridad Social.

En este contexto, los impuestos sobre el consumo aparecen como menos nocivos para el crecimiento económico a medio y largo plazo según algunos estudios económicos.<sup>(2)</sup> Dentro de ellos, la figura más importante es el impuesto sobre el valor añadido, que puede suponer una no despreciable fuente de elevación de los ingresos, dentro de ciertos límites, sobre todo para los países con tipos por debajo de la media. No obstante, no hay que olvidar que a corto plazo un incremento de los tipos de gravamen afectaría a la inflación de los precios de consumo al alza, y podría suponer un aumento de los costos empresariales si se trasladase a los salarios.

Por ello, los expertos del Fondo Monetario Internacional<sup>(3)</sup> recomiendan la supresión de algunos tratamientos preferenciales si no están suficientemente justificados. Ello, juntamente con más eficiencia en la administración del impuesto y con un mayor grado de cumplimiento, permitiría elevar los ingresos públicos sensiblemente.

Por otro lado, los impuestos especiales son susceptibles de aumentos en algunos casos. Así, se podría impulsar la eficiencia energética y también proteger el medio ambiente (véase el recuadro «Hacia un crecimiento sostenido y equilibrado: el papel de las reformas fiscales» en la página 23). No obstante, habría que tener en cuenta su impacto sobre la competitividad. También se ha sostenido que un alza de los impuestos sobre el alcohol o el tabaco, además de permitir un ascenso de los ingresos, cubriría objetivos de salud pública.

De todas formas, el menor grado de movilidad de la base imponible lo representa la propiedad inmobiliaria y algunos estudios<sup>(4)</sup> consideran que los impuestos que lo gravan son menos perjudiciales para el crecimiento económico que los anteriores. No obstante, usualmente se deciden a un nivel inferior al Estado y, por otra parte, suelen ser especialmente impopulares.<sup>(5)</sup>

En economía, como en medicina, no existen medicamentos sin ningún efecto secundario. Por ello, dependiendo de los países y del momento económico por el que atraviesan puede ser recomendable un determinado «cóctel» de medidas después de un análisis de costes y beneficios. En última instancia, se tratará de una decisión política, puesto que, en definitiva, la estructura fiscal depende de la elección de cada sociedad sobre cómo decide financiar el nivel de gasto público que considera adecuado.

(2) Véase Myles, G. D., 2009, «Economic Growth and the Role of Taxation – Theory», OECD Economics Department Working Paper 713. OECD Publishing. Doi: 10.1787/222800633678.

(3) Véase IMF, Fiscal Monitor, noviembre de 2010.

(4) Véase OECD, Tax Policy Reform and Economic Growth, 2010. OECD Publishing. <http://dx.doi.org/10.1787/9789264091085-en>.

(5) Véase European Economy. Occasional Papers 45. March 2009. «The quality of public finances and economic growth: Proceedings to the annual Workshop on public finances». Bruselas, 28 de noviembre de 2008.

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

## Ahorro y financiación

### 2011: el año del desapalancamiento del sector privado

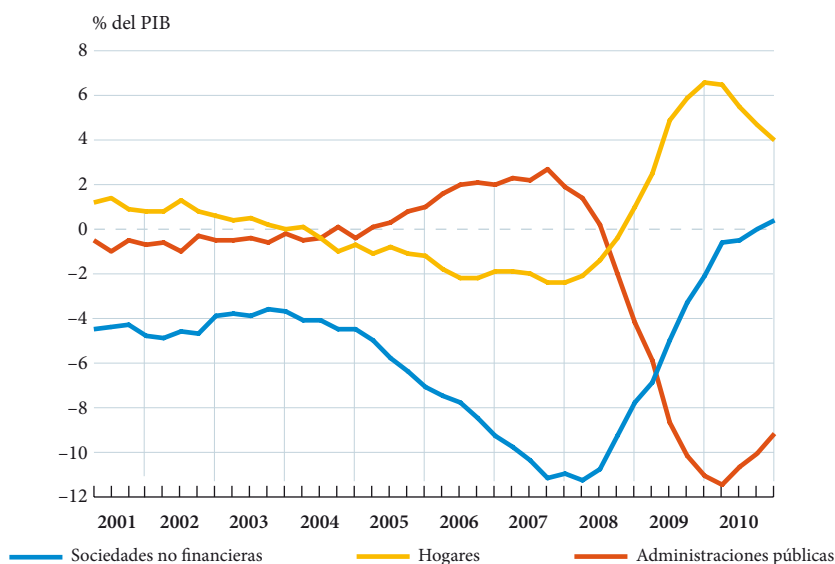
El sector privado no financiero español fue prestamista neto en 2010, con una capacidad de financiación equivalente al 4,4% del producto interior bruto (PIB). Aún así, su deuda acumulada al final de este periodo se mantuvo prácticamente constante a la de 2009. ¿Será definitivamente 2011 el año del desapalancamiento del sector privado en España? Algunos indicios apuntan a que sí. No obstante, numerosos factores pueden influir sobre la evolución futura de la deuda de este sector. Sin duda, el ritmo de recuperación económica y la evolución de los tipos de interés jugarán un papel importante. Todo esto, en un contexto de consolidación del sistema financiero español y de intensas tensiones en los mercados de deuda soberana.

En efecto, como muestra el gráfico siguiente, las sociedades no financieras y los hogares fueron prestamistas netos en 2010. La capacidad de financiación de los hogares, del 4,0% del PIB, fue muy superior al 0,4% de las empresas. Pero ambas series presentan tendencias muy distintas. La capacidad de financiación de los hogares se redujo en más de un punto porcentual respecto a la del año anterior. Los cambios fiscales introducidos, que incentivaron el adelanto de la demanda de bienes duraderos y de viviendas, explicarían parte de este fenómeno. Esto contrasta con la mejora de las cuentas de las sociedades no financieras en 2010, que presentaron, por primera vez en el siglo XXI, una capacidad de financiación positiva. No obstante, esto no fue suficiente para sufragar el total de los capitales requeridos por la administración pública, del 9,2% del PIB.

**La capacidad de financiación del sector privado no financiero fue del 4,4% del PIB en 2010.**

#### LOS HOGARES Y LAS EMPRESAS FUERON PRESTAMISTAS NETOS EN 2010

Necesidad (-) o capacidad (+) de financiación de los sectores



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

## FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS (1)

Febrero 2011

	Saldo	Variación año actual	Variación 12 meses	% participación
	Millones de euros	Millones de euros	% (2)	
Sector privado	2.197.487	-14.703	0,4	76,7
Empresas no financieras	1.306.946	-6.437	1,1	45,6
<i>Préstamos de entidades residentes (3)</i>	885.653	-11.820	-1,4	30,9
<i>Valores distintos de acciones</i>	66.420	1.869	14,9	2,3
<i>Préstamos del exterior</i>	354.872	3.514	5,3	12,4
Hogares (4)	890.541	-8.266	-0,5	31,1
<i>Préstamos para la vivienda (3)</i>	672.959	-6.908	-0,4	23,5
<i>Otros (3)</i>	213.962	-1.386	-0,8	7,5
<i>Préstamos del exterior</i>	3.620	28	4,2	0,1
Administraciones públicas (5)	667.415	28.649	13,7	23,3
<b>TOTAL</b>	<b>2.864.933</b>	<b>13.977</b>	<b>4,2</b>	<b>100,0</b>

NOTAS: (1) Residentes en España.

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

(3) Incluyen préstamos titulizados fuera del balance bancario.

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

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

### Se prevé que la deuda del sector privado se reduzca en 2011.

Los datos disponibles de los dos primeros meses de este año muestran una clara reducción de la financiación en el sector privado no financiero, especialmente en lo que se refiere a los préstamos bancarios. Así, la deuda en manos del sector privado se redujo, en febrero, en 14.703 millones de euros respecto a diciembre de 2010, un caída del 0,7%. Para las sociedades no financieras, dicha contracción fue del 0,5% en el mismo periodo, causada, sobre todo, por las empresas del sector inmobiliario y constructor. La deuda de los hogares, por su parte, disminuyó un 0,9%. Se espera que este proceso de despalancamiento del sector privado se mantenga durante 2011.

Esta previsión se ve reforzada con la subida, en abril, del tipo de interés de referencia del Banco Central Europeo (BCE), hasta el 1,25%, que puso fin a dos años de estancamiento en un nivel históricamente bajo, del 1,0%. El mantenimiento de las presiones inflacionistas hará que muy probablemente el BCE siga aumentando el

tipo de interés de referencia, aunque difícilmente lo situará por encima del 2% a finales de año. En este contexto, el tipo de interés de las nuevas operaciones de crédito volvió a aumentar en febrero, situándose 44 puntos básicos por encima del cierre de 2010. Asimismo, el tipo del mercado interbancario (euríbor), índice de referencia para la gran mayoría de operaciones hipotecarias en España, continuó aumentando en abril, hasta el 2,1%.

Como consecuencia, es posible que la demanda crediticia se mantenga reducida en lo que queda de año. Este efecto podría verse amplificado por la débil recuperación de la economía española, que no permitirá una mejoría del mercado laboral durante 2011. Ello mantendrá la presión sobre tasa de morosidad crediticia, que en febrero se situó en el 6,19%, un nivel que no alcanzaba desde el año 1995.

Este proceso de despalancamiento del sector privado tendrá lugar en un contexto

### Los tipos de interés y la débil recuperación económica reducirán la demanda crediticia.

de reformas del sistema financiero español. El aumento de la ratio mínimo de capital principal introducido en el Plan de Reforzamiento del Sector Financiero (hasta el 8% o el 10% según la naturaleza jurídica de la entidad) está propiciando una nueva reordenación del sector. Así, durante el mes de abril, se perfilaron las estrategias de recapitalización de las trece entidades financieras que no cumplían con las exigencias de capital. Dichas estrategias incluían, principalmente, tres tipos de medidas: la colocación de capital a terceros, operaciones especiales tasadas (como la venta de participaciones o de carteras) y el apoyo del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB). Esta última opción conlleva, en el caso de las cajas de ahorros, el traspaso del negocio financiero a una sociedad anónima bancaria.

Se espera que esta reforma consolide la solvencia del sector financiero español. Un objetivo que debe permitir afrontar con garantías las pruebas de resistencia (*stress tests*) al sector bancario que se realizarán en junio. Éstas serán más exigentes que las realizadas un año atrás, tanto por la definición del capital objetivo como por la severidad de los escenarios. Un buen resultado disiparía las dudas alrededor del sector financiero español y facilitaría la apertura de los mercados mayoristas de

financiación a la banca española. De hecho, esto último empezó a producirse durante el primer trimestre de 2011, lo que permitió reducir la dependencia del sector al recurso del BCE.

### Nuevas medidas para poner fin a la guerra de pasivos

La tasa de ahorro de los hogares españoles se redujo hasta el 13,1% de su renta bruta disponible en 2010, cuatro puntos porcentuales por debajo del nivel alcanzado un año atrás. Parte de esta caída se explica por una reducción del ahorro por precaución de las familias. Asimismo, algunas reformas fiscales anticiparon las decisiones de compra de los hogares. Entre ellas se encuentra la subida del impuesto sobre el valor añadido, el Plan 2000E o la supresión por deducción de vivienda. Aun así, la ratio de ahorro de 2010 se mantuvo ocho décimas por encima de la media de los últimos años. Es posible que, durante 2011, el ahorro de los hogares vuelva a reducirse. Ello responderá a la pérdida de poder adquisitivo de los hogares ante las subidas de precios y de los tipos de interés, que incrementarán la carga de sus pasivos.

Los datos de los pasivos bancarios en manos de las familias y empresas se alinean

**La reforma bancaria consolida la solvencia del sistema antes de las pruebas de resistencia.**

**La tasa de ahorro de los hogares se reduce hasta el 13,1%.**

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

Febrero 2011

	Saldo	Variación año actual		Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%	
A la vista	259.459	-2.307	-0,9	-462	-0,2	18,3
De ahorro	207.439	-3.848	-1,8	768	0,4	14,7
A plazo	740.425	-3.142	-0,4	33.462	4,7	52,3
En moneda extranjera	19.590	208	1,1	-2.889	-12,9	1,4
<b>Total depósitos</b>	<b>1.226.914</b>	<b>-9.089</b>	<b>-0,7</b>	<b>30.879</b>	<b>2,6</b>	<b>86,7</b>
<b>Resto del pasivo (*)</b>	<b>187.671</b>	<b>-15.340</b>	<b>-7,6</b>	<b>-12.697</b>	<b>-6,3</b>	<b>13,3</b>
<b>TOTAL</b>	<b>1.414.585</b>	<b>-24.429</b>	<b>-1,7</b>	<b>18.182</b>	<b>1,3</b>	<b>100,0</b>

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

**La propuesta del Gobierno de limitar el interés de los depósitos puede reducir la competencia entre entidades para captar financiación.**

con este supuesto, al disminuir un 1,7% interanual durante los dos primeros meses de 2011. Esta contracción tuvo lugar en un contexto de reducción de los tipos de interés, que cayeron por tercer mes consecutivo. Ello podría responder a la reapertura de los canales mayoristas de financiación a la banca española, lo que aminoró la necesidad de captación de depósitos de la clientela, reduciendo la competencia entre entidades.

Esta competencia podría reactivarse durante los próximos meses. El gran volumen de imposiciones a plazo fijo que los particulares contrataron un año atrás, y que vencerán estos meses, y las nuevas turbulencias en los mercados de deuda soberana podrían aumentar los tipos de interés. Sin embargo, este proceso podría verse frenado por la nueva propuesta del Gobierno, que estudia limitar el interés de los

depósitos y cuentas a la vista de las entidades de crédito. Según esta, la remuneración de los depósitos con un plazo menor o igual a tres meses no podrá exceder una remuneración de 150 puntos básicos sobre el euríbor medio a tres meses. Para aquellos depósitos con un plazo superior, solamente cambia el índice de referencia, que pasa a ser el euríbor a seis meses. En caso de superar estos umbrales, las entidades deberían aumentar las aportaciones a los correspondientes Fondos de Garantía de Depósitos.

Este escenario podría acelerar el repunte de las suscripciones a los fondos de inversión que se está registrando en 2011. En efecto, los datos de marzo muestran un aumento de las suscripciones netas de 712 millones de euros, un importe que no se alcanzaba desde marzo de 2006.



# Estudios y Análisis Económico, "la Caixa"

## Publicaciones

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

### ■ INFORME MENSUAL

Informe sobre la situación económica (disponible también en inglés)

### ■ ANUARIO ECONÓMICO DE ESPAÑA 2010

Selección de indicadores

Edición completa disponible en Internet

### ■ COLECCIÓN COMUNIDADES AUTÓNOMAS

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

### ■ CÁTEDRA "la Caixa" ECONOMÍA Y SOCIEDAD

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

### ■ DOCUMENTOS DE ECONOMÍA "la Caixa"

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

### ■ "la Caixa" ECONOMIC PAPERS

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

### ■ DOCUMENTOS DE TRABAJO

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

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

### ■ ESTUDIOS ECONÓMICOS

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

## Consejo Asesor

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

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

## Área de Estudios y Análisis Económico

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



## INFORME MENSUAL

Mayo 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...):  
publicacionesestudios@lacaixa.es

## GRUPO "la Caixa": DATOS MÁS RELEVANTES

a 31 de diciembre de 2010

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

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

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



# Informe Mensual edición iPad

*La economía desde tu sofá*

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

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

El Informe Mensual tiene 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.

