

Informe Mensual



PERSPECTIVAS 2012

2012: más desapalancamiento a la vista Pág. 18

El proceso de reducción del endeutamiento que afecta a muchas economías avanzadas va para largo

Eurozona: remedios, no parches Pág. 23

La resolución de la crisis de la deuda exige reforzar la unión pero también frenar el contagio

El panorama bursátil es oscuro, ¿buen momento para comprar? Pág. 44

Una prima de riesgo más elevada significa rendimientos futuros potencialmente más atractivos

La crisis de la deuda soberana pasa factura Pág. 65

Las tensiones en los mercados de deuda soberana elevan la carga de pago de intereses

Previsiones

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

	2010	2011	2012	2010		2011				
				III	IV	I	II	III	IV	
ECONOMÍA INTERNACIONAL										
					Previsiones					Previsiones
Producto interior bruto										
Estados Unidos	3,0	1,7	1,9	3,5	3,1	2,2	1,6	1,5	1,4	
Japón	4,1	-0,1	2,7	4,9	2,5	-0,6	-1,0	-0,2	1,3	
Reino Unido	1,8	0,9	0,7	2,6	1,3	1,6	0,6	0,5	1,0	
Zona del euro	1,8	1,6	0,3	2,0	2,0	2,4	1,6	1,4	0,9	
<i>Alemania</i>	3,6	3,0	0,7	4,0	3,8	4,6	2,9	2,6	2,0	
<i>Francia</i>	1,4	1,6	0,5	1,6	1,4	2,2	1,6	1,6	1,2	
Precios de consumo										
Estados Unidos	1,6	3,2	2,1	1,2	1,2	2,2	3,3	3,8	3,5	
Japón	-0,7	0,1	0,2	-0,8	0,1	0,0	0,1	0,4	-0,3	
Reino Unido	3,3	4,4	2,7	3,1	3,4	4,1	4,4	4,7	4,2	
Zona del euro	1,6	2,7	1,6	1,7	2,0	2,5	2,8	2,7	2,7	
<i>Alemania</i>	1,1	2,3	1,7	1,2	1,5	2,1	2,3	2,4	2,4	
<i>Francia</i>	1,5	2,1	1,5	1,5	1,6	1,8	2,1	2,1	2,2	
ECONOMÍA ESPAÑOLA										
					Previsiones					Previsiones
Agregados macroeconómicos										
Consumo de los hogares	0,7	0,0	0,0	0,8	0,8	0,5	-0,3	0,4	-0,6	
Consumo de las AAPP	0,2	-1,8	-3,4	0,2	-0,9	0,4	-1,7	-2,3	-3,7	
Formación bruta de capital fijo	-6,2	-4,4	-1,3	-5,5	-5,4	-4,9	-5,5	-4,2	-3,1	
<i>Maquinaria y bienes de equipo</i>	5,5	2,7	1,2	7,5	5,8	5,8	1,6	2,5	0,9	
<i>Construcción</i>	-10,1	-7,5	-2,3	-9,5	-9,3	-9,3	-8,4	-7,4	-5,1	
Demanda nacional (contr. al Δ PIB)	-1,0	-1,3	-1,0	-0,7	-0,9	-0,7	-1,7	-1,2	-1,8	
Exportación de bienes y servicios	13,5	9,0	2,3	11,8	14,9	13,9	8,7	8,1	5,4	
Importación de bienes y servicios	8,9	1,3	-1,6	7,0	8,0	7,1	-0,7	0,8	-2,0	
Producto interior bruto	-0,1	0,7	0,2	0,4	0,7	0,9	0,8	0,8	0,4	
Otras variables										
Empleo	-2,6	-1,7	-2,4	-2,0	-1,4	-1,4	-1,1	-1,9	-2,5	
Tasa de paro (% población activa)	20,1	21,5	22,8	19,8	20,3	21,3	20,9	21,5	22,4	
Índice de precios de consumo	1,8	3,2	1,4	1,9	2,5	3,5	3,5	3,1	2,7	
Costes laborales unitarios	-1,5	-1,0	0,1	-1,9	-2,3	-1,5	-1,5			
Saldo operaciones corrientes (% PIB)	-4,5	-4,0	-3,5	-3,6	-3,3	-6,6	-3,3	-3,1	-3,1	
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	-3,9	-3,3	-3,0	-3,1	-2,6	-5,9	-2,4	-2,2	-2,6	
Saldo público (% PIB)	-9,3	-7,3	-5,0	-7,9	-13,4	-5,3	-9,9			
MERCADOS FINANCIEROS										
					Previsiones					Previsiones
Tipos de interés internacionales										
Fed Funds	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	
Repo BCE	1,0	1,2	1,0	1,0	1,0	1,0	1,2	1,5	1,3	
Bonos EEUU 10 años	3,2	2,8	2,1	2,8	2,8	3,4	3,2	2,4	2,1	
Bonos alemanes 10 años	2,8	2,6	2,4	2,4	2,6	3,2	3,1	2,3	1,9	
Tipos de cambio										
\$/Euro	1,33	1,40	1,35	1,29	1,36	1,37	1,44	1,41	1,37	

Índice

- 1 Editorial**
- 2 Resúmen ejecutivo**
- 6 Coyuntura internacional**
 - 6 Estados Unidos
 - 10 Japón
 - 12 China
 - 14 Brasil
 - 15 México
 - 16 Materias primas
- 18 2012: más desapalancamiento a la vista**
- 20 Unión Europea**
 - 20 Zona del euro
 - 23 Eurozona: remedios, no parches**
 - 26 Alemania
 - 28 Francia
 - 30 Italia
 - 31 Reino Unido
 - 32 Europa emergente
- 35 Mercados financieros**
 - 35 Mercados monetarios y de capital
 - 44 El panorama bursátil es oscuro, ¿buen momento para comprar?**
- 48 Coyuntura española**
 - 48 Actividad económica
 - 52 Mercado de trabajo
 - 56 Precios
 - 60 Sector exterior
 - 63 Sector público
 - 65 La crisis de la deuda soberana pasa factura**
 - 68 Ahorro y financiación

El año 2011 se despide en medio de una sensación de inquietud, que da lugar a una elevada preocupación sobre la trayectoria de la economía en 2012. El ejercicio que termina ha confirmado que la recuperación será más lenta e irregular de lo deseado, debido a las complicaciones surgidas en las economías avanzadas. En las emergentes, por el contrario, la actividad se ha desacelerado levemente y posiblemente esta tónica se extienda al próximo año, pero el ritmo de crecimiento seguirá superando holgadamente el 5%.

La pérdida de impulso de las economías desarrolladas en 2011 estaba en parte prevista debido a la naturaleza de la crisis económica y financiera de 2008-2009 y a las políticas aplicadas para superarla. Por un lado, una recesión originada en buena medida por un exceso de deuda acostumbra a dar lugar a una salida de la misma más lenta y débil. Por otro, la retirada de las contundentes políticas fiscales, monetarias y financieras empleadas para hacer frente a la mayor recesión en varias décadas inevitablemente tenía que ir en detrimento del crecimiento posterior, a no ser que la demanda del sector privado sustituyera rápidamente la acción de la pública. Sin embargo, cuatro factores han contribuido a perturbar la recuperación de las economías avanzadas, que aun en el primer trimestre de 2011 lograron tasas de crecimiento notables.

En primer lugar, el relevo del sector público por parte del sector privado como motor de las economías está siendo mucho más lento de lo esperado. En segundo lugar, el terremoto y posterior *tsunami* que en marzo afectó al noreste de Japón provocó una importante ruptura de las cadenas de suministro, especialmente en automoción y componentes electrónicos, que se hizo notar a nivel mundial. En tercer lugar, la escalada de los precios de las materias primas en 2009 y 2010, tras los mínimos registrados a finales de 2008, culminó a principios de 2011, complicando así la recuperación de los países importadores; a pesar de su posterior retroceso, los precios de las principales materias primas se sitúan en niveles todavía superiores a la media de 2010. Por último, la crisis de la deuda soberana europea, desencadenada a finales de 2009 y que en 2010 supuso el rescate de dos países miembros de la zona del euro, no solo no se ha atenuado en 2011 sino que se ha extendido y agravado, levantando preocupantes interrogantes sobre la capacidad de las instituciones europeas de instrumentar los remedios necesarios para estabilizar la situación.

En este contexto, la confianza de empresarios y consumidores ha experimentado un importante retroceso y los mercados financieros han sufrido graves turbulencias. La disyuntiva de la política económica sigue siendo cómo apoyar la recuperación de la actividad reparando, al mismo tiempo, los desajustes fiscales. En Estados Unidos, la disputa presupuestaria sigue amenazando la estabilidad, pero confiamos en que el crecimiento se mantendrá en 2012 alrededor de un 2%. La gran incertidumbre está en Europa, que encara lo que puede ser una nueva recesión. Las políticas de ajuste adoptadas con mayor o menor intensidad según países afectan inevitablemente a la capacidad de gasto de las familias y del sector público. El agravamiento de la crisis de la deuda soberana y la percepción de que no hay una hoja de ruta para superarla desalientan la inversión privada. Las turbulencias financieras, el endurecimiento de las condiciones de financiación y las nuevas exigencias regulatorias impiden que el crédito fluya con normalidad. Así, todos los elementos parecen conjurarse para que la crisis de la deuda acabe contagiando y contaminando a la economía real, generando un entorno muy desfavorable para la economía europea en 2012.

RESUMEN EJECUTIVO

La crisis de la deuda soberana sigue agravándose.

La eurozona entra en cuidados intensivos

El crecimiento de la economía mundial está perdiendo impulso, pero todavía se mantiene elevado gracias a los países emergentes, que de todas formas no son inmunes a las dificultades por las que atraviesan los desarrollados. En estos, la confianza de consumidores y empresarios pierde terreno y crece la inquietud sobre la evolución previsible del próximo año. Los mercados financieros sufren directa y crudamente la situación de incertidumbre. El mayor problema lo sigue presentando la zona del euro, que no consigue trazar el camino de salida de la crisis de la deuda soberana, que amenaza los mismos fundamentos de la unión monetaria y ha contaminado ya a la economía real.

Las perspectivas de crecimiento de Estados Unidos mejoran pero no acaban de despejarse.

En Estados Unidos, los indicadores de actividad de octubre dan continuidad al repunte del tercer trimestre, en que el producto interior bruto (PIB) creció un 0,5% respecto al periodo anterior, un 1,5% interanual. Esto debería permitir un crecimiento cercano al 2% en el conjunto de 2011. Por tanto, se reduce significativamente el riesgo de recaída en recesión gracias, sobre todo, al ánimo de los consumidores, al abaratamiento del petróleo y a la inversión industrial. Sin embargo, el mercado laboral es la verdadera piedra de toque de esta crisis. El problema aquí es la lentitud de la recuperación. Entre marzo de 2010 y octubre de 2011, es decir, en 20 meses de recuperación, la economía estadounidense creó 2,3 millones de empleos, una cifra que queda muy lejos de los cerca de nueve millones que se perdieron entre 2008 y 2009.

Los emergentes siguen creciendo, pero algo menos.

Con este panorama de bajo crecimiento, la favorable evolución de la inflación deja a la

Reserva Federal espacio para políticas expansivas que favorezcan el empleo y palien el problema de morosidad hipotecaria, con una posibilidad real de que haya una tercera expansión cuantitativa en 2012. De momento, el banco central estadounidense ha dejado claro su doble propósito de impulsar el crecimiento sostenido de la economía y mantener la estabilidad de precios. Asimismo, ha reiterado su compromiso de mantener los tipos de interés de referencia en el rango mínimo del 0%-0,25%, confirmando así la continuidad de su programa de medidas excepcionales de política monetaria. De momento, el principal interrogante lo plantea la falta de acuerdo político sobre cómo se debe perfilar la hoja de ruta de la consolidación fiscal.

Por lo que se refiere a Japón, después de tres trimestres consecutivos de retrocesos, la economía confirmó la recuperación de los efectos del *tsunami* y la crisis nuclear de marzo. El PIB del tercer trimestre sorprendió al alza y avanzó un 1,5% intertrimestral, que lo deja tan solo un 0,2% por debajo del nivel del mismo periodo del año anterior. La recuperación se fundamentó en el robusto crecimiento del consumo privado, que avanzó un 1,0% intertrimestral, y en la recuperación de las exportaciones, que crecieron un contundente 6,2%, desde niveles de partida muy bajos. Sin embargo, los últimos datos ponen en duda que esta expansión pueda ir mucho más allá.

En China, el tono restrictivo de la política económica en la primera mitad de 2011, destinado a contener la inflación, ha contribuido a ralentizar la actividad económica, lo que hará que el PIB crezca ligeramente por debajo del 9% en el cuarto trimestre. De momento, la lucha antiinflacionaria va

dando sus frutos, puesto que el índice de precios de consumo (IPC) subió un 5,5% interanual en octubre, claramente inferior al 6,1% de septiembre, mientras que el de alimentos y los precios de producción también se moderaron. También en Brasil la tendencia de desaceleración de la economía se ha acentuado en los últimos meses. En septiembre, el Banco Central de Brasil bajó, sin previo aviso, el tipo de interés de referencia, lo volvió a bajar en octubre y todo apunta a que volverá a recortarlo otros 50 puntos básicos a finales de este mes, dejándolo en el 11,0% hasta cerrar el año. Asimismo, también se han relajado los requisitos de capital para el crédito al consumo y no se descartan nuevos estímulos en esa misma línea.

En la zona del euro, el PIB del tercer trimestre presentó un resultado no demasiado alentador. En términos intertrimestrales avanzó un 0,2%, lo que dejó la tasa de variación interanual en el 1,4%. Sin embargo, lo preocupante son los indicadores económicos de coyuntura, que apuntan a una desaceleración de la actividad económica para los próximos trimestres. La destrucción de empleo y la reducción de la renta disponible frenan el consumo de las familias, mientras que las dificultades de acceso al crédito y una demanda frágil afectan al sector productivo.

Ante este panorama, reducimos nuestra previsión de crecimiento del PIB en 2012, que era de 1,3%, hasta el 0,3%. Esperamos que el conjunto de la eurozona entre en una moderada recesión, con dos trimestres consecutivos de crecimiento negativo, un riesgo del que ya advirtió el nuevo presidente del Banco Central Europeo (BCE), Mario Draghi, en su comparecencia del mes de noviembre. Precisamente, la autoridad monetaria bajó en su reunión de noviembre el tipo de interés rector en 25 puntos básicos hasta el 1,25%. Según Draghi, el cambio de sentido de la política monetaria se adoptó de forma unánime, siendo este el primer recorte de los tipos de interés desde mayo de 2009. Asimismo,

indicó que la decisión fue tomada debido a las continuas presiones que desde los mercados financieros afectan a la estabilidad de la eurozona y a la persistencia de los riesgos actuales, vinculados a la delicada situación financiera de los países de la periferia y a la desaceleración de la actividad.

La interminable crisis de la deuda soberana de los países periféricos de la eurozona no solo no se ha contenido tras los acuerdos de la cumbre de octubre, sino que ha alcanzado una dimensión cada vez más preocupante. Noviembre ha estado marcado por el fuerte repunte de las primas de riesgo de la mayoría de las economías, en especial la italiana y la española. Aunque en menor medida, el diferencial del rendimiento de la deuda francesa con el bono alemán también ha aumentado ante las dudas de algunas agencias de *rating* sobre la capacidad de Francia para cumplir con sus objetivos de déficit y de la elevada exposición de su banca a la deuda de los países en el punto de mira. En este contexto de creciente inestabilidad, las compras del BCE de bonos italianos y españoles apenas pudieron calmar el nerviosismo de los inversores, testigos de cómo la presión de los mercados forzaba los cambios políticos en Grecia e Italia. El reflejo de esta circunstancia se ha trasladado a las recientes emisiones de bonos italianos y españoles, donde las rentabilidades han ascendido abruptamente por culpa del aumento de la aversión al riesgo.

El euro ha perdido en noviembre cerca de un 3% con respecto a la divisa norteamericana, pero han sido las bolsas las más castigadas por la crisis, por la percepción de la escasa efectividad y lentitud de las medidas adoptadas, por la ampliación de los diferenciales de rentabilidad entre los países afectados y Alemania, y sobre todo, por el consiguiente pánico a un posible contagio de la crisis al resto de la eurozona y a los países acreedores de Europa. El sector que está sufriendo el mayor castigo por parte de los inversores es el bancario, debido a la elevada exposición que presenta a la deuda soberana de la región y a las limitadas pers-

Es probable que la zona del euro sufra una recesión moderada.

El BCE relaja su política monetaria...

...pero la clave está en la falta de progresos a la hora de resolver la crisis de la deuda soberana.

En España también se perfila un panorama contractivo...

pectivas de ganancias en el nuevo entorno regulatorio más restrictivo.

El recrudecimiento de las tensiones en los mercados de deuda durante los últimos meses pone en jaque a la capacidad de financiación del exterior de economías como la española, una dificultad que se añade a una coyuntura cada vez más complicada. La contracción del crédito, la destrucción de puestos de trabajo, el ajuste fiscal, la caída de la confianza y un entorno exterior menos favorable delimitan un escenario contractivo. El crecimiento del PIB español se estancó en el tercer trimestre y en el último trimestre del año probablemente ha entrado en recesión. Esperamos una contracción suave de la actividad, y ello obliga a corregir a la baja el crecimiento esperado para el conjunto del año 2012, del 1,1% al 0,2%. Además, mientras no se alcance una solución creíble para la crisis de la zona del euro, los riesgos sobre esta previsión son claramente a la baja.

...con un mercado de trabajo que sigue destruyendo empleo.

Uno de los factores que obligan a rebajar la previsión de crecimiento de la economía española en los próximos trimestres es precisamente el menor impulso del comercio mundial y la ralentización del crecimiento de la economía europea. Los datos de comercio exterior de septiembre muestran, por segundo mes consecutivo, un aumento del déficit comercial debido al ligero repunte de las importaciones derivado del incremento de los precios energéticos. A pesar de este leve deterioro, el déficit corriente total acumulado durante los últimos doce meses aceleró su ritmo de contracción en agosto, con una caída del 18,0% interanual. Esta corrección responde al buen comportamiento de la balanza de servicios y de transferencias, que contrarrestan los aumentos del déficit registrados en las balanzas de bienes y rentas.

En diciembre, nueva cita de los líderes europeos para aplacar la crisis de la deuda.

Pero el gran reto sigue residiendo en la debilidad de la demanda interna. Causa y consecuencia de la misma es la deteriorada situación del mercado laboral, puesta de

manifiesto nuevamente en la encuesta de población activa que trimestralmente elabora el Instituto Nacional de Estadística. Según la misma, el número de parados aumentó en 144.700 en el tercer trimestre y ya bordea la cifra de los cinco millones. De esta manera, la tasa de paro se incrementó en poco más de 6 décimas respecto al trimestre anterior y alcanzaba el 21,5%. Hay que remontarse a mediados de la década de los noventa para encontrar tasas similares.

Llama la atención que en el tercer trimestre el empleo público siguiera aumentando, de manera que representaba ya el 21,2% de todo el empleo asalariado. Desde comienzos de 2008, se han creado 347.400 empleos públicos, mientras que el sector privado ha destruido casi dos millones de puestos de trabajo en el mismo periodo. Sin embargo, las políticas de restricción de gasto ya se han empezado a traducir en retrocesos del consumo público, un 1,1% en el tercer trimestre, situando así la tasa de variación interanual en el -2,3%, 5 décimas por debajo del registro del trimestre anterior.

Recuperar la confianza y relajar las condiciones financieras son elementos vitales para mejorar las expectativas de crecimiento. Como se ha señalado más arriba, para ello es imprescindible un acuerdo político claro en el seno de la Unión Europea y poner en marcha mecanismos contundentes que den respaldo a la deuda soberana y al sistema bancario. ¿Es ello posible? Ahora mismo, se marca una nueva cita para principios de diciembre en la que podrían plantearse novedades que supongan avances hacia la integración económica y quizás presupuestaria, den un papel más relevante al banco central e incluso se tantee la creación de eurobonos, como propugna la Comisión Europea. Cabe esperar que la cita no se convierta en una nueva decepción y defraude las expectativas creadas, tal como ha sucedido en las últimas ocasiones.

28 de noviembre de 2011

CRONOLOGÍA

2010

- 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** 7 El **Banco Central Europeo** sube el tipo de interés oficial al 1,25%.
- mayo** 17 El Consejo de Ministros de Economía y Finanzas de la Unión Europea aprueba el plan de **ayuda financiera a Portugal** por un importe de 78.000 millones de euros.
22 Celebración de **elecciones** en trece comunidades autónomas y en los municipios.
- junio** 10 El Gobierno aprueba un decreto ley por el que se **reforma la negociación colectiva**.
- julio** 7 El **Banco Central Europeo** sube el tipo de interés oficial al 1,50%.
21 Los países de la zona del euro aprueban un segundo plan de **ayudas públicas a Grecia** entre otras medidas para gestionar la crisis de la deuda soberana.
- agosto** 16 Los dirigentes de Alemania y Francia, Angela Merkel y Nicolas Sarkozy, proponen un **reforzamiento de las instituciones de la zona del euro**, con un conjunto de mecanismos para una mayor coordinación de la política económica.
19 El Gobierno aprueba un paquete de **medidas de política económica**, con el avance del pago del impuesto de sociedades para las grandes empresas, la racionalización del gasto farmacéutico y la reducción temporal del IVA para las viviendas nuevas.
30 El Congreso aprueba reformar la Constitución para introducir el principio de **estabilidad presupuestaria**.
- septiembre** 22 El Congreso de los Diputados convalida el real decreto ley 13/2011 que restablece el **impuesto sobre el patrimonio** para 2011 y 2012.
- octubre** 26 La cumbre del euro acuerda lanzar un **nuevo programa de ayuda para Grecia**, con una quita del 50% de la deuda para los inversores privados, ampliar sustancialmente la capacidad financiera de la FEEF y subir la **ratio de capital de máxima calidad de los bancos** al 9%.
- noviembre** 3 El **Banco Central Europeo** baja el tipo de interés oficial al 1,25%.
20 El Partido Popular gana las **elecciones generales** por mayoría absoluta.

AGENDA

Diciembre

- 2 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (noviembre).
- 5 Índice de producción industrial (octubre).
- 8 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 13 Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 14 IPC (noviembre).
- 15 IPC armonizado de la UE (noviembre).
- 16 Coste laboral (tercer trimestre).
- 20 Ingresos y gastos del Estado (noviembre).
- 22 Comercio exterior (octubre).
- 23 Precios industriales (noviembre).
- 30 Avance IPC (diciembre). Balanza de pagos (octubre).

Enero

- 11 Índice de producción industrial (noviembre).
- 12 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 13 IPC (diciembre).
- 17 IPC armonizado de la UE (diciembre).
- 25 Precios industriales (diciembre). Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 27 Encuesta de población activa (cuarto trimestre).
- 31 Avance IPC (enero).

COYUNTURA INTERNACIONAL

Estados Unidos repunta en la segunda mitad de año, sin mejorar las expectativas para 2012.

El tirón consumista se sustenta en un menor ahorro.

Estados Unidos: el vigor de otoño no despeja el horizonte

La recuperación de la economía se asienta. Los indicadores de actividad de octubre dan continuidad al repunte del tercer trimestre, en que el producto interior bruto (PIB) creció un 0,5% intertrimestral, un 1,5% interanual. Esto debería llevar el crecimiento del conjunto de 2011 a los alrededores del 1,8%, un ritmo que está por encima de lo que se pensaba en septiembre. Las causas de este renovado vigor hay que hallarlas en el comportamiento de los consumidores, en el abaratamiento del petróleo y en la inversión industrial.

Este mejor tono de la economía estadounidense en la segunda mitad de año conjura

el espectro de la recaída y es especialmente bienvenido en un entorno en que la economía global está alicaída. Y, empero, Estados Unidos sigue teniendo un serio problema de crecimiento insuficiente cuya consecuencia es dejar ociosa a una parte importante de sus recursos productivos, perpetuando la debilidad de los mercados, del trabajo y de la vivienda. El repunte, con visos de temporalidad, no supone una mejora significativa del problema. Esto es así porque el tirón consumista se basa en un menor ahorro, porque la inversión en industria debería moderar su vigor y, en tercer lugar, porque las bajadas del precio del crudo no parece que vayan a continuar con la misma intensidad. Asimismo, la falta de acuerdo político sobre cómo se debe perfilar la hoja de ruta de la consolidación

ESTADOS UNIDOS: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2009	2010	2010		2011			Octubre
			IV	I	II	III		
PIB real	-3,5	3,0	3,1	2,2	1,6	1,5	-	
Ventas al por menor	-7,0	6,4	7,6	8,2	7,8	8,0	7,2	
Confianza del consumidor (1)	45,2	54,5	57,0	66,9	61,8	50,3	39,8	
Producción industrial	-11,2	5,3	6,2	5,4	3,8	3,4	3,9	
Índice actividad manufacturera (ISM) (1)	46,3	57,3	57,9	61,1	56,4	51,0	50,8	
Viviendas iniciadas	-38,4	5,6	-5,1	-5,3	-4,9	4,4	16,5	
Tasa de paro (2)	9,3	9,6	9,6	8,9	9,1	9,1	9,0	
Precios de consumo	-0,4	1,6	1,3	2,1	3,4	3,8	3,5	
Balanza comercial (3)	-381,3	-500,0	-500,0	-520,4	-534,8	-537,4	...	
Tipo de interés interbancario 3 meses (1)	0,7	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	
Tipo de cambio efectivo nominal (4)	77,7	75,4	73,0	71,9	69,6	69,1	...	

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: EL CONSUMO PRIVADO MANTIENE EL REPUNTE

Ventas minoristas reales sin automóviles ni gasolina



NOTA: (*) Datos deflactados por el índice de precios de consumo sin energía ni alimentos.
FUENTES: Departamento de Comercio y elaboración propia.

fiscal puede contribuir a que la política fiscal sea más un lastre que un estímulo en 2012. Todo ello impide que mejoren las expectativas para 2012, con un crecimiento que difícilmente irá más allá del 2,0%.

Esta apatencia de los consumidores se dejó sentir en el consumo minorista, que, excluyendo los volátiles automóviles y gasolina, continuó por la senda alcista y avanzó un 6,0% interanual en octubre lo que, en términos reales, lo llevó a superar en un 2,0% los niveles de diciembre de 2007, previos a la crisis. Asimismo, las ventas de automóviles de los últimos tres meses hasta octubre intensificaron sus avances, mientras el índice de sentimiento de los consumidores de la Universidad de Michigan de noviembre dejó atrás cuatro meses de atonía.

Sin embargo, este tirón del consumo se ha conseguido gracias a un descenso de la tasa de ahorro que, en términos de la renta disponible de los hogares, pasó del 5,3% de junio al 3,6% de septiembre, el mínimo

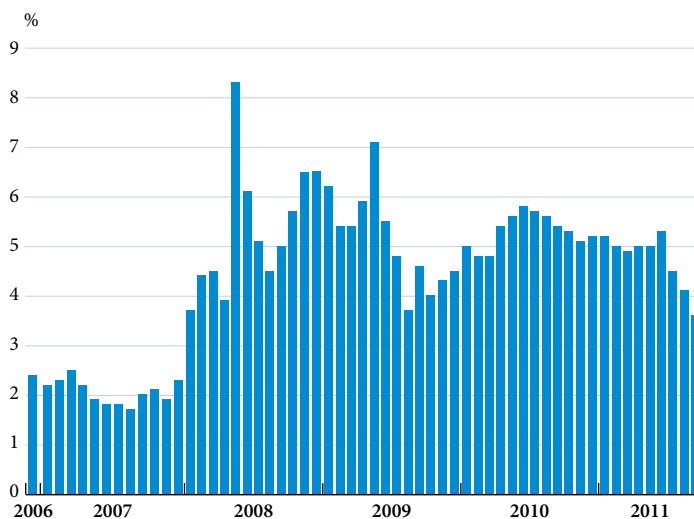
desde diciembre de 2007, cuando los efectos de la crisis de crédito todavía no se habían dejado sentir entre los consumidores y el endeudamiento no preocupaba. Considerando que la deuda de los hogares, después un máximo del 130,2% de la renta disponible en septiembre de 2007, seguía estando a finales de junio en un elevado 114,4%, se entiende que la tasa de ahorro debería evolucionar al alza en los próximos meses, con el consiguiente efecto de una merma en el gasto de consumo. Adicionalmente, el buen resultado de las ventas de automóviles debería tender a moderarse en los próximos meses.

Respecto a la continuidad de la inversión en industria, otro pilar del repunte, el veredicto es menos claro. Durante 2011, la inversión industrial se está beneficiando de un tratamiento fiscal generoso, que permite una amortización muy rápida de la inversión. La reducción para 2012 de estas ventajas debería traer cierta ralentización. En esta línea, los índices de sentimiento empresarial del Institute of Supply

La industria moderará su repunte pero le queda recorrido al alza.

ESTADOS UNIDOS: ¿DA VUELTA A UN MENOR AHORRO?

Ahorro de los hogares en porcentaje de la renta disponible



FUENTES: Bureau of Economic Analysis y elaboración propia.

La creación de empleo es lenta y la tasa de paro es del 9,0%.

Management (ISM) de manufacturas y de servicios vienen mostrando una tendencia bajista. El ISM de manufacturas de octubre se situó en el nivel de los 50,8 puntos, mientras que el de servicios se quedó en los 52,9, en ambos casos consistentes con un crecimiento débil del conjunto de la economía. La inversión industrial podría, empero, encontrar un punto de resistencia en 2012 ya que, pese a los últimos repuntes, a la recuperación todavía le queda recorrido al alza, con un nivel que continúa estando un 7,5% por debajo del correspondiente al inicio de la crisis, descontando los incrementos de precios. El buen dato de producción industrial de octubre, que avanzó un 3,9% interanual, vendría a reforzar esta hipótesis.

El mercado laboral es la verdadera piedra de toque de esta crisis. El repunte del tercer trimestre se dejó sentir en la formación de empleo, que en el periodo julio-octubre acumuló 469.000 nuevos puestos de trabajo. El problema aquí es la lentitud de la recuperación. Entre marzo de 2010 y octubre de 2011, en 20 meses de recuperación, la economía estadounidense creó 2,3

millones de empleos, una cifra que queda muy lejos de los cerca de nueve millones que se perdieron entre 2008 y 2009. La elevada proporción de parados de larga duración, que alcanza el 42,5% del total de desempleados y dobla a los máximos de crisis anteriores, está creando problemas de adecuación, con vacantes laborales que no se cubren porque los aspirantes no tienen las habilidades requeridas. La insuficiencia del crecimiento de la demanda agregada podría hacer que la tasa de desempleo, que en octubre se situó en el 9,0%, repunte ligeramente en 2012. Un cambio de tendencia es difícil ya que el contingente de desanimados o de trabajadores que involuntariamente trabajan a tiempo parcial, que no figuran en la tasa de desempleo oficial, absorberá una parte importante de los nuevos puestos de trabajo que se vayan creando.

El desempleo y la ralentización de los salarios merman los ingresos de los hogares y contribuyen decisivamente a incrementar el impago de las cuotas hipotecarias, lo que deriva en ejecuciones con viviendas que, pendientes de subasta, alimentan la

sobreoferta de inmuebles. A falta de una mejora del empleo, las ayudas que no reduzcan el montante de la deuda hipotecaria caen en saco roto ya que, después del periodo de gracia, la cuota hipotecaria vuelve a quedar sin pagar. Así, tanto los precios de la vivienda como la actividad de construcción siguen anclados en el fondo, con una recuperación que debería hacerse esperar hasta la segunda mitad de 2013. Por el hecho de estar en el fondo, la inversión residencial ha dejado de sustraer crecimiento al conjunto de la economía. Pero el pozo es profundo y una media de ello es el peso de la inversión residencial en el PIB, que en el tercer trimestre era de un 2,4%, muy lejos del 5,2% correspondiente al periodo 1995-2000, previo a la burbuja.

Con este panorama de bajo crecimiento, la evolución de la inflación deja a la Reserva Federal espacio para políticas expansivas que favorezcan el empleo y palien el problema de morosidad hipotecaria, con una posibilidad real de que haya una tercera expansión cuantitativa en 2012. La mode-

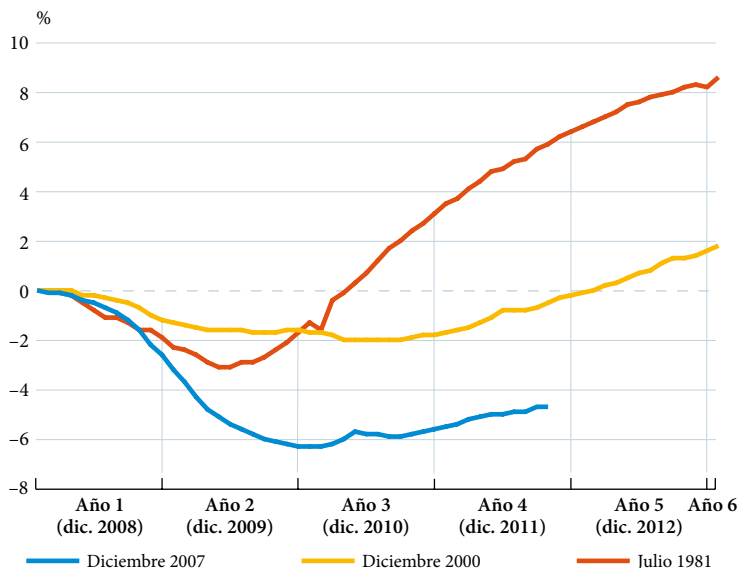
ración del precio del petróleo, que viene mostrando cierto retraso en su translación a los precios de consumo, hizo que el índice de precios al consumo (IPC) ralentizase su subida hasta el 3,5% interanual en octubre. Una moderación de la inflación que es más clara en el índice subyacente, que excluye los precios energéticos y los de alimentación, que subió un 2,1% interanual sustentado en el precio del alquiler de la vivienda, una partida que, en octubre, contribuyó a más de la mitad del incremento del total del índice subyacente respecto a septiembre. La moderación de los precios de las materias primas y la persistencia de la baja utilización de la capacidad productiva deben hacer que la inflación siga moderándose a lo largo de 2012.

Por lo que respecta al sector exterior, se reafirma la tendencia de corrección del desequilibrio comercial, gracias a cierto dinamismo de las exportaciones que confluye con la moderación de los precios del petróleo, que reduce el montante de las importaciones. Así, el déficit de la balanza

El IPC, que subió un 3,5%, 2,1% el subyacente, debería moderarse en 2012.

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.

Japón crece un mínimo 1,5% en el tercer trimestre y confirma la recuperación.

comercial de bienes y servicios de septiembre fue de 43.107 millones de dólares, el mejor registro del último año, que encuentra refrendo en la buena evolución del déficit que excluye el petróleo y productos derivados, más tendencial. Pero esta buena evolución no debería redundar en contribuciones significativas al crecimiento del PIB de los próximos trimestres considerando que la ralentización económica global reducirá la demanda de exportaciones estadounidenses a la vez que la resistencia

del petróleo a bajadas de precios más drásticas impedirá que bajen las importaciones.

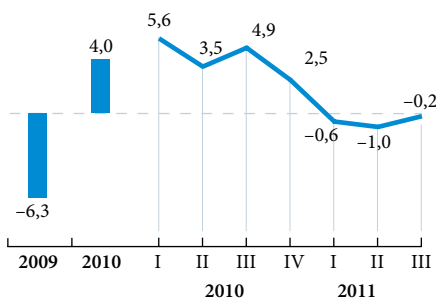
Japón: una recuperación con fecha de caducidad

Después de tres trimestres consecutivos de retrocesos, la economía japonesa confirmó la recuperación de los efectos del *tsunami* y la crisis nuclear de marzo. El PIB del tercer trimestre sorprendió al alza

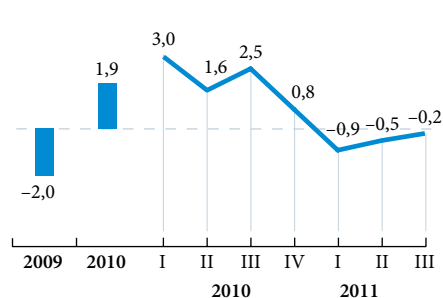
EVOLUCIÓN DEL PIB DE JAPÓN POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual en términos reales

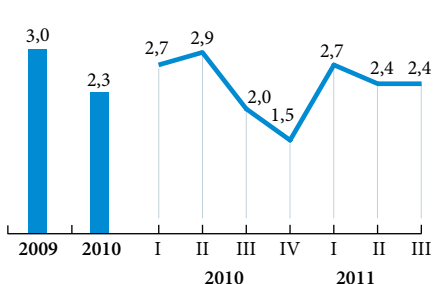
PIB



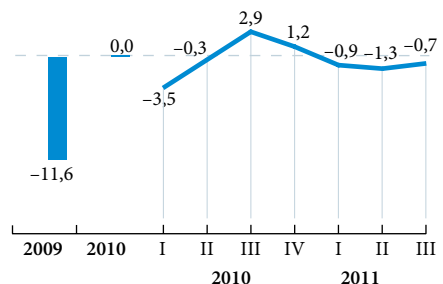
Consumo privado



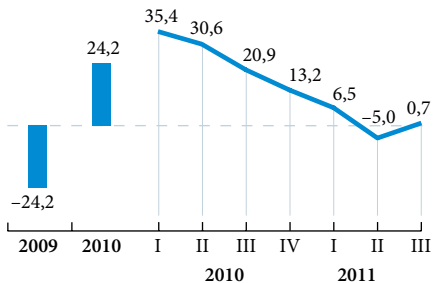
Consumo público



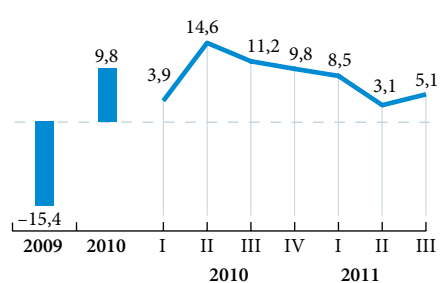
Formación bruta de capital fijo



Exportaciones de bienes y servicios



Importaciones de bienes y servicios



FUENTES: Instituto de Investigación Económica y Social y elaboración propia.

y avanzó un 1,5% intertrimestral que lo deja tan solo un 0,2% por debajo del nivel del mismo periodo del año anterior. La recuperación se fundamentó en el robusto crecimiento del consumo privado, que avanzó un 1,0% intertrimestral, y en la recuperación de las exportaciones, que avanzaron un contundente 6,2%, desde niveles de partida muy bajos. Sin embargo, los últimos datos ponen en duda que esta expansión pueda ir mucho más allá.

Los indicadores mensuales de septiembre sugieren que el crecimiento del trimestre se concentró en los meses de julio y agosto. Así, la producción industrial, que había recuperado más de dos tercios del 15,2% que se perdió con el *tsunami* de marzo, retrocedió en septiembre un 3,4% respecto a agosto y vino a evidenciar cierto agotamiento que también quedó refrendado en los pedidos de maquinaria, que anticipan el gasto de inversión. En el caso de las exportaciones, en septiembre se compensó lo perdido en agosto pero la continuidad

de la recuperación se antoja difícil. Las exportaciones ya han alcanzado los niveles previos al *tsunami* de marzo, lo que junto con la ralentización del crecimiento global, especialmente en Asia, que es a donde van a parar la mitad de las exportaciones japonesas, dejan poco espacio de maniobra. Tampoco ayuda en este sentido la apreciación del yen, con la mayoría de las empresas exportadoras que ven una erosión de sus beneficios mayor que en el conjunto de la industria.

También siguieron el repliegue de la industria las ventas minoristas de septiembre, la venta de automóviles de octubre y la vivienda, que en septiembre puso fin a las alzas de julio y agosto. En el mismo sentido, los precios vuelven a tomar un cierto cariz deflacionista. El IPC retrocedió en septiembre para volver a los mismos niveles del año anterior, mientras que el IPC subyacente, el general sin energía ni alimentos, dio otro paso atrás bajando un 0,4% interanual.

Pero el crecimiento no irá a más. La producción industrial retrocede y las exportaciones acusarán la debilidad global.

La demanda flojea y los precios vuelven a bajar.

JAPÓN: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2009	2010	2010		2011			Octubre
			IV	I	II	III		
PIB real	-6,3	4,1	2,5	-0,6	-1,0	-0,2	-	
Ventas al por menor	-2,3	2,5	-0,4	-3,0	-1,7	-1,0	...	
Producción industrial	-21,8	16,6	6,8	-2,5	-7,0	-2,0	...	
Índice de actividad empresarial (Tankan) (1)	-40,8	0,0	5,0	6,0	-9,0	2,0	-	
Viviendas iniciadas	-27,7	2,7	6,8	3,2	4,3	7,8	...	
Tasa de paro (2)	5,1	5,1	5,0	4,7	4,6	4,4	...	
Precios de consumo	-1,3	-0,7	-0,3	-0,5	-0,4	0,1	...	
Balanza comercial (3)	4,0	7,9	7,9	6,5	3,4	1,3	...	
Tipo interbancario 3 meses (4)	0,58	0,39	0,34	0,34	0,34	0,3	0,3	
Tipo de cambio efectivo nominal (5)	98,6	106,0	111,0	110,6	109,3	115,5	118,8	

NOTAS: (1) Valor del índice.

(2) Porcentaje sobre población activa.

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

(4) Porcentaje.

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

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

El IPC chino se ralentiza hasta el 5,5%; el de alimentos hasta el 11,9%.

Ahora, la prioridad, vuelve al crecimiento y a encarrilar una desaceleración suave.

China: inflación y ajuste fino

A buen seguro, el primer ministro Wen Jiabao sintió alivio al comprobar que, en octubre, la tasa de inflación por fin se moderaba; un dato largamente anhelado desde que, en enero, las autoridades chinas establecieron como principal prioridad macroeconómica para 2011 frenar el avance desmesurado de los precios. El IPC general subió un 5,5% interanual, claramente inferior al 6,1% de septiembre, mientras que el de alimentos –que en China representa la mitad del índice general– también se ralentizó, del 13,3% al 11,9%. Aún así, el mayor logro estuvo en los precios de producción, cuya subida se moderó del 6,5% al 5,0%.

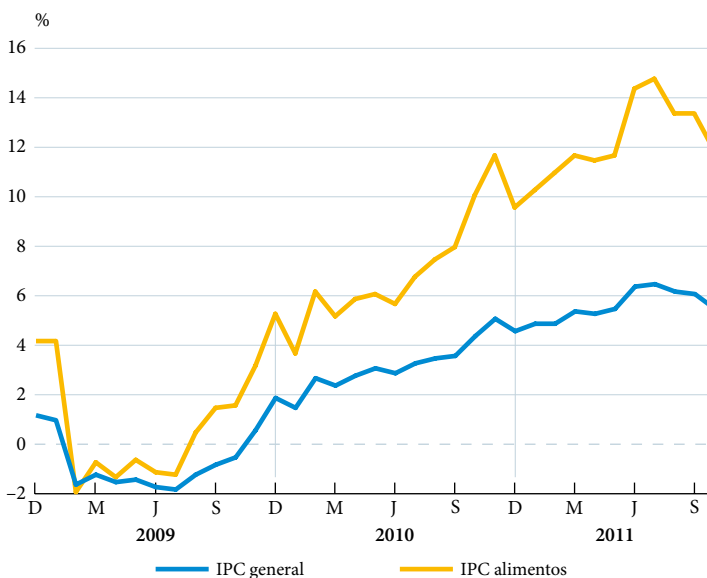
Pero, en los tiempos que corren, las alegrías duran poco. Para contener la tasa de inflación, China subió seis veces el tipo de interés en un año y estableció techos al crédito. Dichas restricciones recayeron, especialmente, sobre las pequeñas y medianas empresas, que representan el 80%

de los empleos, ya que las entidades crediticias preferían prestar a los grandes conglomerados con garantía del estado. De este modo, el tono restrictivo de las políticas económicas en la primera mitad de 2011 ha contribuido a una ralentización de la actividad económica que debería llevar el PIB a crecer ligeramente por debajo del 9,0% en el cuarto trimestre. El registro de la producción industrial en octubre, con un avance del 13,2% frente al 13,8% de septiembre, ciertamente apunta hacia esa dirección de suave desaceleración, aunque otros indicadores como la producción de vehículos a motor o de energía eléctrica sugieren una desaceleración mayor.

La desaceleración de la economía global y los evidentes síntomas de fatiga que muestra el sector inmobiliario también podrían hacer que el aterrizaje de la economía china fuera menos suave de lo deseado. De aquí que Wen Jiabao declarase que había llegado el momento para una sintonización preventiva, es decir, relajar la política monetaria y apoyar el crecimiento. Las

CHINA: LA BATALLA DE LA INFLACIÓN PARECE GANADA

Variación interanual del índice de precios al consumo



FUENTES: Oficina Nacional de Estadísticas China, Mercado de Londres y elaboración propia.

CHINA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2009	2010	2010				2011	
			IV	I	II	III	Octubre	
PIB real	9,2	10,4	9,8	9,7	9,5	9,1	-	
Producción industrial	12,5	14,5	13,3	14,5	13,9	13,8	13,2	
Producción eléctrica	6,8	14,0	6,2	12,1	12,0	10,8	9,4	
Precios de consumo	-0,7	3,3	4,7	5,1	5,7	6,3	5,5	
Balanza comercial (*)	196,4	185,1	185,1	169,4	174,8	172,9	162,8	
Tipo interbancario 3 meses (**)	5,31	5,31	5,81	6,06	6,31	6,56	6,56	
Renminbi por dólar	6,8	6,8	6,7	6,6	6,5	6,5	6,4	

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.

primeras muestras de dicho cambio de rumbo de las políticas económicas no se han hecho esperar: en octubre, aumentó el crédito y bajó el tipo repo a siete días.

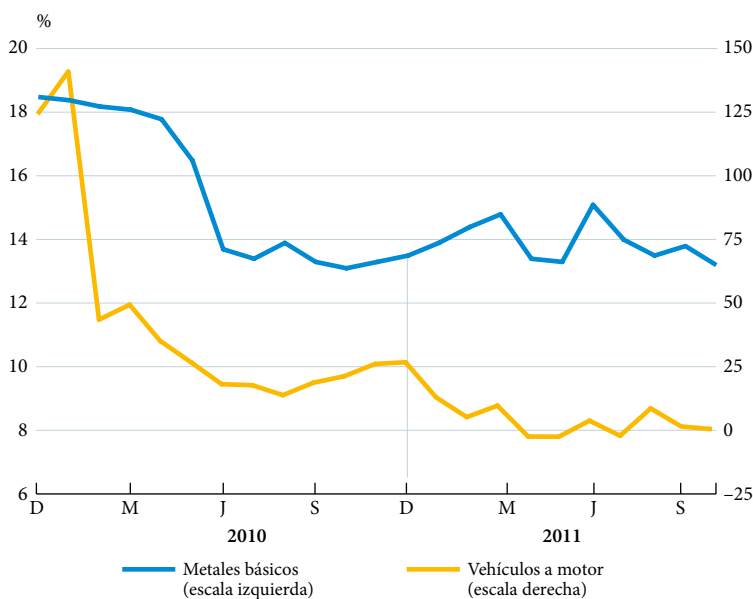
Por otra parte, el sector exterior, en contraste con los años anteriores a la crisis, se ha convertido en un factor de debilidad. El superávit comercial de octubre creció has-

ta los 17.033 millones de dólares, pero ello se debió más al retroceso de las importaciones, en especial de materias primas, que a un buen comportamiento exportador. Las exportaciones crecieron un 15,9% interanual, inmersas en una dinámica de ralentización que debería continuar hasta final de año. Por áreas geográficas, destaca la desaceleración drástica de las exporta-

Las exportaciones siguen ralentizándose pero menos que las importaciones.

CHINA: ¿UNA DESACELERACIÓN SUAVE?

Variación interanual de la producción industrial y de vehículos a motor



FUENTES: Oficina Nacional de Estadísticas China, Mercado de Londres y elaboración propia.

El mercado inmobiliario muestra signos de agotamiento.

ciones a Europa, que subieron un 9,2% interanual, y, en menor medida, la de las destinadas a Norteamérica, que ganaron un 13,0%. Las exportaciones a Asia, que representan un 46,3% del total, también se desaceleraron pero, aun así, avanzaron un 18,4%.

Por lo que respecta a la vivienda, los precios de octubre presentaron retrocesos en la mayoría de las ciudades importantes, con las ventas también en franco declive. Destaca el descenso acumulado del 5,5% respecto a junio en la ciudad de Wenzhou, situada en la provincia de Zhejiang, una de las económicamente más activas y con una notable proliferación de empresas pequeñas y medianas. En todo caso, la continua migración del campo a la ciudad ofrece un soporte al crecimiento del que carecen otras economías. Asimismo, al consumo privado le queda un importante recorrido al alza que debería compensar un menor avance de la inversión y las exportaciones. Las velocidades relativas de estos procesos marcarán la marcha de la economía para 2012 y más allá, de ahí la renovada importancia de la sincronización fina a la que alude el primer ministro Wen.

Se asienta la tendencia de desaceleración de la economía brasileña.

Brasil: objetivo, aterrizaje suave

La tendencia de desaceleración de la economía brasileña se ha acentuado en los últimos meses; los indicadores de actividad, a destacar el marcado retroceso de la producción industrial en septiembre (-1,6% interanual), así lo corroboran. Los motivos son, fundamentalmente, tres: el impacto rezagado del endurecimiento de las políticas económicas a principios de 2011 para contrarrestar el riesgo de sobrecalentamiento; la persistencia de un real excesivamente apreciado durante un largo periodo; y el reciente deterioro de las perspectivas de crecimiento global. Ante dicho escenario, las autoridades económicas brasileñas han dado un giro al rumbo de sus políticas económicas con el afán de encauzar el aterrizaje suave de una economía que sorteó la crisis casi a ritmo de dragón.

El margen de actuación por el flanco fiscal es limitado –aunque se está estudiando una reducción del impuesto sobre las inversiones extranjeras en acciones o recurrir de nuevo a estímulos casi-fiscales vía banca pública–. Por el momento, pues, el

BRASIL: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2009	2010	2011				Octubre
			IV	I	II	III	
PIB real	-0,7	7,5	5,0	4,1	3,1	...	-
Producción industrial	-7,3	10,5	4,0	2,5	0,6	0,1	...
Confianza del consumidor (*)	138,3	159,7	159,9	161,8	155,4	153,3	151,9
Tasa de paro (**)	8,1	6,7	5,7	6,3	6,3	6,0	5,8
Precios de consumo	4,9	5,0	5,6	6,1	6,6	7,1	7,0
Balanza comercial (***)	25,3	20,2	20,2	22,5	25,3	30,5	31,1
Tipo de interés SELIC (%)	9,92	10,00	10,75	11,75	12,25	12,00	11,50
Reales por dólar (*)	2,32	1,78	1,66	1,63	1,56	1,88	1,72

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.

peso de dicha labor ha recaído, principalmente, sobre la política monetaria. En septiembre, tras una prolongada senda de subidas que llevó a la tasa SELIC hasta el 12,5% en julio y a pesar de que la tasa de inflación seguía en máximos, el Banco Central de Brasil dio prioridad al crecimiento y empezó, sin aviso previo, a bajar el tipo de interés de referencia. Lo volvió a bajar en octubre y todo apunta a que volverá a bajarlo otros 50 puntos básicos a finales de este mismo mes, dejándolo en el 11,0% hasta cerrar el año. Asimismo, también se han relajado los requisitos de capital para el crédito al consumo y no se descartan nuevos estímulos en esa misma línea.

El real también se ha sumado a la causa. Tras un largo periodo de apreciación, la incertidumbre externa y el repunte de la aversión al riesgo lo han debilitado hasta niveles no vistos desde 2009. La esperada relajación monetaria en los próximos meses debería impulsar incluso una mayor depreciación en 2012, aunque la persistencia de los flujos de capital y los términos de intercambio todavía favorables atenuarán el efecto.

A pesar del retomado tono contracíclico de las políticas económicas, no anticipamos una clara mejoría en el ritmo de actividad hasta mediados de 2012 –siempre y cuando las condiciones externas no empeoren mucho más– y esta debería de ser gradual. Además, el tempo y la intensidad de los estímulos deberán medirse prudentemente mientras se mantengan las presiones sobre los precios. En ese sentido, la robustez del consumo y la inercia en la formación de los salarios (principal motor de las presiones inflacionistas) siguen generando dudas acerca del cambio de rumbo de la política monetaria: la inflación empezó, por fin, a moderarse en octubre (hasta el 6,97%, y debido, sobre todo, a efectos de base favorables) pero se resiste a alejarse de la cota 7% y, difícilmente, retornará al rango objetivo en 2011.

De cara a 2013, y si se cumple el pronóstico de aterrizaje suave, sí esperamos que el progresivo repunte de la economía global y la inmediatez del mundial dé nuevo ímpetu al crecimiento en Brasil.

México: crecimiento robusto

La ralentización del ritmo de recuperación durante el segundo trimestre, no solo en México sino a escala global, y en especial en Estados Unidos, esbozó una fase de moderación del crecimiento que, por el momento, se ha atenuado. Los datos de crecimiento del PIB en el tercer trimestre, con un avance del 4,5% en cifra interanual y del 1,3% respecto al trimestre anterior, certifican que la economía mexicana sigue avanzado a paso firme por una senda de recuperación robusta. Apoyándose en el aguante de la exportación y en el soporte cada vez más importante del gasto doméstico, la segunda economía en América Latina se resiste a ceder ante los vientos de moderación que afectan a parte de la economía global.

Además, los últimos indicadores coyunturales sugieren que la actividad mantiene el tono favorable. El sólido avance de la producción industrial en septiembre (3,6% interanual) y, en especial, el buen desempeño de las manufacturas –principales beneficiarias del repunte del crecimiento en Estados Unidos –, auguran la continuidad del avance económico. Aun así, seguimos esperando un menor ritmo de avance de cara a 2012, en torno al 3,5%, acorde con la moderación del ritmo de recuperación global y con la paulatina corrección de la brecha de producción.

Precisamente el hecho de que esa brecha sea aún negativa explica, en parte, por qué el notable dinamismo de la demanda sigue sin desencadenar excesivas presiones sobre los precios: la inflación general sin alimentos está en mínimos cíclicos mientras

La política monetaria se posiciona en clave contracíclica con rebajas de tipos y relajación de los requisitos de capital sobre crédito al consumo.

El real, con clara tendencia depreciativa, se une a la causa.

La economía mexicana sorprende con un robusto avance del 4,5% en el tercer trimestre.

MÉXICO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2009	2010	2011				Octubre
			IV	I	II	III	
PIB real	-6,2	5,4	4,2	4,3	3,6	4,5	-
Producción industrial	-7,3	6,0	4,7	4,9	3,9	3,4	...
Confianza del consumidor (*)	80,5	86,3	89,6	92,1	90,7	93,7	90,6
Índice avanzado de actividad (*)	110,5	116,6	118,1	119,8	120,8	119,9	...
Tasa de paro (**)	5,5	5,4	5,3	5,1	5,2	5,7	5,0
Precios de consumo	5,0	3,9	4,2	3,5	3,3	3,4	3,2
Balanza comercial (***)	-4,7	-3,0	-3,0	-1,5	0,0	-1,5	-1,2
Tipo de interés oficial de Banxico (%)	6,75	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50
Pesos mexicanos por dólar (*)	14,18	12,33	12,35	11,90	11,72	13,78	13,21

NOTAS: (*) Valor.

(**) Porcentaje sobre población activa.

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

FUENTES: Banco de México y elaboración propia.

Hay margen para implementar nuevos estímulos si el riesgo de desaceleración externa se materializara.

que la subyacente de servicios sigue retrocediendo. Unos incrementos salariales relativamente moderados y un impacto moderado de la reciente debilidad del peso también han contribuido a dicho comediamento de los precios. El resto, puede atribuirse al firme compromiso de las autoridades mexicanas con las políticas de estabilidad macroeconómica.

Dicho compromiso no solo ha permitido a su economía salir fortalecida de la crisis y encarar la desaceleración externa desde una posición relativamente cómoda, sino que le concede, además, cierto margen para implementar nuevos estímulos (sobre todo por el flanco monetario) si fueran necesarios. En ese sentido, el buen dato de crecimiento del tercer trimestre confirma nuestro escenario central, que no contempla rebajas en el tipo de interés de referencia hasta el primer trimestre de 2012.

Con todo, el devenir inmediato de la economía mexicana sigue estrechamente vinculado a lo que ocurra al otro lado de río Grande. Si la situación en Estados Unidos se complica o, incluso, si la crisis de la eurozona persiste y amplifica la percep-

ción de riesgo global, la moderación de cara a 2012 podría ser más acusada, dando pie a sacarse el as monetario de la manga.

En río revuelto, el petróleo aguanta

El precio del crudo mostró resistencias a la baja entre el 20 de octubre y el 22 de noviembre, cediendo un mínimo 0,5% que lo llevó a situarse en los 108,50 dólares por barril (calidad Brent, para entregas a un mes), un 16,7% por encima del nivel de inicios de año y un 29,6% por encima del nivel de hace un año.

El precio del petróleo siguió mostrando una resistencia a la baja a diferencia del resto de las materias primas. Esto obedece en primer lugar a factores de oferta-demanda. Así, la Agencia Internacional de la Energía pronosticó que el precio del petróleo seguirá en 2012 por encima de los 100 dólares por barril con una demanda global que se ha modificado muy poco a pesar del menor crecimiento y con unos bajos niveles de existencias. Un segundo factor que da soporte al petróleo caro es la persistencia de las tensiones políticas en la zona

El petróleo se mantiene en los 108,5 dólares y muestra una resistencia a la baja.

del norte de África y Oriente Medio. Cobra aquí un peso significativo la posibilidad de una escalada del conflicto del programa nuclear iraní. Irán, con 4,3 millones de barriles diarios, es el segundo productor mundial y una interrupción de su producción afectaría especialmente a China e India, que son destino de un tercio del total de sus exportaciones.

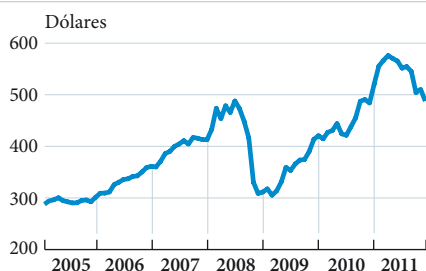
Las bajas predominaron en el resto de las materias primas, afectadas por el menor

crecimiento global y la ralentización de la demanda china. El índice CRB cedió un 3,0% entre el 20 de octubre y el 22 de noviembre. Los metales preciosos tuvieron un repunte en la última semana de octubre que ha venido corrigiendo a la baja desde entonces. También el cobre llegó a ganar un 21,5% a finales de octubre, como reacción a los fuertes descensos de septiembre, para después acabar volviendo al redil cediendo un 10,6%.

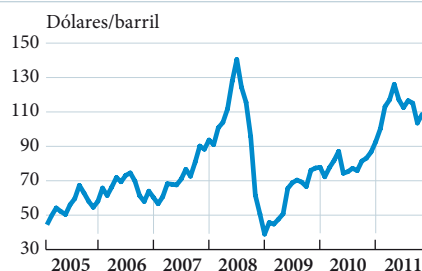
La tendencia bajista se asienta a pesar de repuntes esporádicos.

EVOLUCIÓN DE MATERIAS PRIMAS SELECCIONADAS (*)

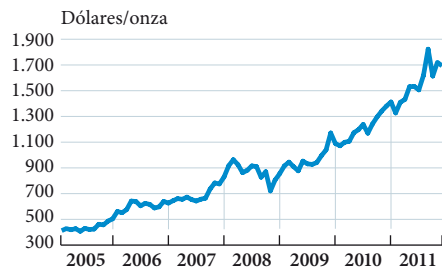
Índice CRB



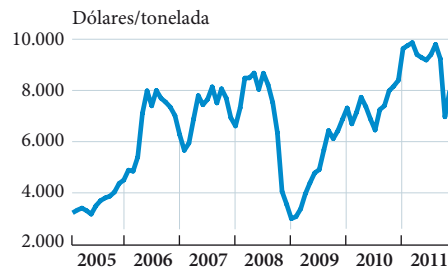
Petróleo Brent



Oro



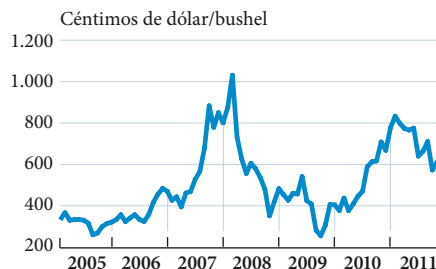
Cobre



Níquel



Trigo



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

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

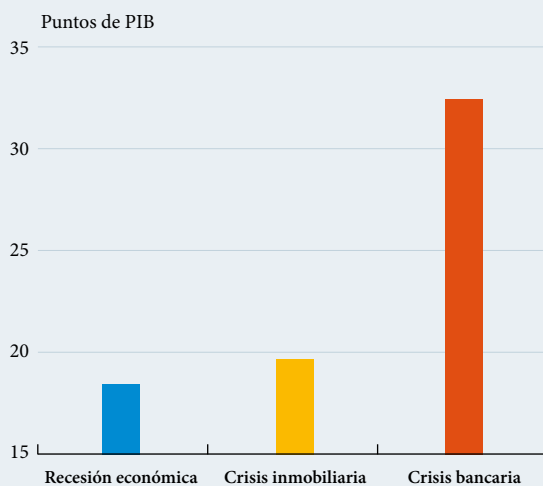
2012: más desapalancamiento a la vista

Tres años después de la quiebra de Lehman Brothers, la recuperación de las economías avanzadas progresa, en general, de forma dubitativa y, en algunos países, se enfrenta a serios riesgos de recaída. Dicha tónica de debilidad se explica, fundamentalmente, por dos factores que lastran el crecimiento económico: por un lado, la necesidad de llevar a cabo importantes ajustes fiscales a fin de estabilizar y comenzar a reducir el peso de la deuda pública; por otro, los esfuerzos que debe realizar el sector privado –familias, empresas y entidades financieras– para reducir su elevado nivel de endeudamiento. Este recuadro se centra en este segundo proceso, el del desapalancamiento privado, con el objetivo de dilucidar, con base en la experiencia histórica y las circunstancias actuales, cómo cabe esperar que se desarrolle, especialmente en el caso de España.⁽¹⁾

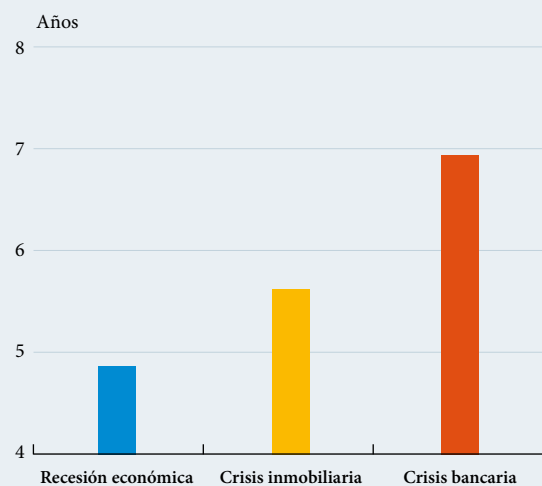
A largo plazo, el endeudamiento (o apalancamiento) privado ha tendido a aumentar por el efecto, por ejemplo, de innovaciones en el sector financiero, la disminución de los tipos de interés reales o el proceso de globalización, que ha facilitado el acceso a financiación externa y a mercados de capital más profundos. Sin embargo, como muchas otras variables económicas, dicho apalancamiento muestra un comportamiento cíclico en torno a esta tendencia: un ciclo de endeudamiento típico se prolonga, en promedio, unos seis años, durante los cuales la ratio de apalancamiento sube en torno a los 24 puntos del PIB. A ello le sigue un ciclo de desapalancamiento que dura, de media, unos cinco años y en el que la ratio de deuda se reduce unos 19 puntos del PIB. En torno a estos promedios, la duración e intensidad de los episodios de desapalancamiento ha tendido a variar, de menor a mayor, en función de si estos han estado asociados simplemente a una recesión económica, a si esta se ha combinado a una crisis inmobiliaria o si, a todo ello, se ha unido también una crisis bancaria (véase el gráfico siguiente). En presencia de una crisis bancaria, los ciclos de desapalancamiento han promediado un ajuste de la ratio de deuda de unos 32 puntos del PIB y se han alargado cerca de siete años.

NO TODOS LOS PROCESOS DE DESAPALANCAMIENTO SON IGUALES

Caída promedio de la ratio de apalancamiento



Duración promedio del desapalancamiento



FUENTE: Jódar, Aspachs y Gual (*op. cit.*).

(1) En gran medida, el contenido de este recuadro está basado en el Documento de Economía de "la Caixa" de próxima publicación titulado «Perspectivas de desapalancamiento» de Aspachs, Jódar y Gual.

Un proceso típico de desapalancamiento también muestra distintas fases. Inicialmente, tanto el PIB como el volumen de crédito tienden a descender, lo que limita la reducción de la ratio de endeudamiento. Al cabo de un año, y durante aproximadamente dos años, el crecimiento nominal del PIB se recupera pero el crédito sigue cayendo, lo que provoca una caída importante del apalancamiento. Durante tres años más, en la fase que culmina el ciclo de desapalancamiento, el crecimiento del crédito vuelve a registrar tasas positivas de crecimiento aunque inferiores a las del crecimiento del PIB nominal, lo que todavía permite reducir el nivel de endeudamiento en porcentaje del PIB.

España, como otras economías avanzadas, se encuentra sumida en pleno ciclo de desapalancamiento. El *boom* de crédito asociado a la burbuja inmobiliaria disparó la ratio de crédito hasta el 172% del PIB en 2008, unos 55 puntos del PIB por encima de la tendencia a largo plazo. Desde entonces, esta ratio ha iniciado una senda descendente, por ahora suave, que la ha llevado hasta el 167% del PIB en septiembre de 2011. Una extrapolación de la tendencia observada a largo plazo apuntaría a que, a mediados de la década, la ratio debería situarse alrededor del 145% del PIB, lo que exigiría reducir el nivel actual de apalancamiento en 22 puntos del PIB en un horizonte de poco más de cuatro años.

Si este fuera el caso, la magnitud del ajuste global entre 2008 y 2015 sería similar a la observada en otras economías que, en el pasado, se vieron forzadas a un proceso de desapalancamiento en un contexto de crisis inmobiliaria y bancaria. Por ello, parece una aproximación razonable de lo que podríamos esperar que sucediera. Un crecimiento acumulado del PIB nominal del 17% entre el tercer trimestre de 2011 y finales de 2015 (lo que implica una tasa anual promedio del 3,8%, fruto por ejemplo de un crecimiento real del 1,8% y una inflación del 2,0%) combinado con un crecimiento acumulado del crédito muy modesto durante el mismo periodo, de menos de un 2%, lograría un desapalancamiento de esta intensidad. En 2012, cabe esperar que el saldo vivo de crédito se contraiga cerca de 2,5% mientras que el PIB nominal crecerá más del 2%, lo que reduciría la ratio de apalancamiento hasta el 155% del PIB a finales de año.

Con todo, varios factores pueden afectar la evolución del proceso de desapalancamiento durante los próximos años. Para empezar, la prolongación de las tensiones de liquidez que sacuden en estos momentos los mercados de financiación mayorista limitaría la oferta de crédito, intensificando el proceso de desapalancamiento. Por ello, una pronta resolución de la crisis de deuda soberana europea es esencial para evitar un círculo vicioso de desapalancamiento acelerado. Asimismo, el proceso de desapalancamiento en España también dependerá de otros factores relacionados con el sistema financiero, como el ritmo de reconocimiento de pérdidas del crédito de dudoso cobro. En este sentido, un saneamiento acelerado de los activos bancarios dañados podría, en teoría, facilitar la oferta de crédito nuevo. Sin embargo, el coste fiscal de una estrategia de este tipo sería considerable, lo que representa un serio riesgo en el contexto actual de dudas sobre la deuda pública.

Por último, todo aquello que permita un mayor crecimiento del PIB, fundamentalmente mejoras de la productividad, hará más llevadero el desapalancamiento al reducir la ratio de endeudamiento vía aumentos del denominador. Al fin y al cabo, todo lo que sea minimizar el protagonismo del numerador en la evolución de la ratio de crédito sobre PIB, es decir evitar una fuerte caída de la demanda o de la oferta de crédito, aliviará el dolor del, por otra parte inevitable, proceso de desapalancamiento.

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

UNIÓN EUROPEA

Se producen importantes cambios políticos en Grecia, Italia y España.

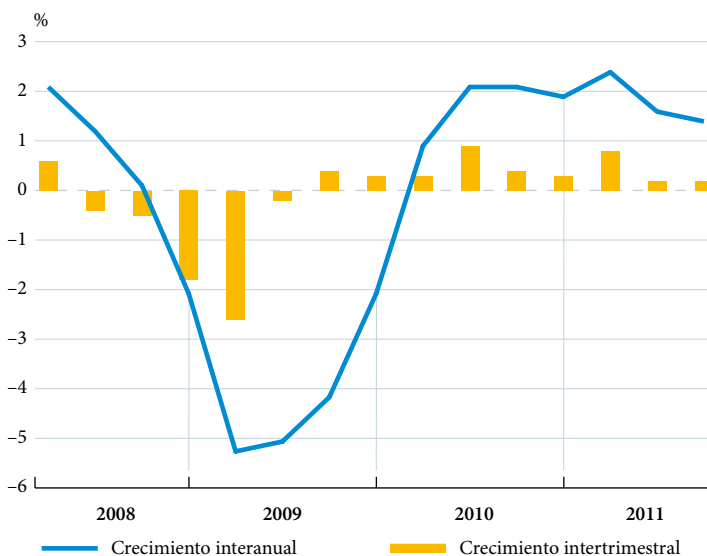
La eurozona: cambios e incertidumbre

Al diplomático Henry Kissinger, que sirvió como secretario de Estado de los presidentes Nixon y Ford, se le atribuye la frase: «¿A quién llamo si quiero llamar a Europa?». A finales de 2011 la solución a esta pregunta consiste en proporcionar unas páginas amarillas con los números de teléfonos de 27 cancillerías, de los principales organismos de la Unión Europea (UE) y otras instituciones comunitarias. Y es que todas estas entidades están realizando, casi diariamente, propuestas sobre cómo resolver la crisis en la Unión Europea. Es decir, la descoordinación puede parecer que está al orden del día.

Sin embargo, sería erróneo pensar que esta división supone un mantenimiento del *status quo*. En realidad se están produciendo intensos cambios políticos. Entre los cuales, merece la pena destacar los cambios de gobiernos en Grecia, Italia y España. En Grecia, Lucas Papademos, antiguo miembro del Banco Central Europeo (BCE), ha sustituido a Giorgios Papandreu como primer ministro formando un gobierno de coalición nacional provisional. El objetivo del mismo es implementar las reformas pactadas con la Comisión Europea (CE) y despejar el camino hacia nuevas elecciones. Por otra parte, en Italia, tras la dimisión de Silvio Berlusconi, el presidente del país, Giorgio Napolitano, encargó a Mario Monti, ex comisario europeo, la formación de un nuevo gobier-

LIGERA DESACELERACIÓN DEL CRECIMIENTO DEL PIB

Variación del PIB



FUENTE: Eurostat.

no de tecnócratas, cuya misión será la puesta en marcha de reformas estructurales y la aplicación de medidas que aseguren la solvencia de las finanzas públicas. En el caso de España el resultado de las elecciones nacionales también ha supuesto un cambio de gobierno.

Adicionalmente, se siguen debatiendo importantes cambios a nivel europeo, entre ellos destacan tres. El primero, propuesto por el presidente de la Comisión Europea, José Manuel Barroso, consiste en la creación de eurobonos. Un estudio de la CE argumenta que los eurobonos permitirían crear un mercado profundo de deuda pública que podría competir con el de Estados Unidos y resolvería las dificultades de financiación de los países miembros de la eurozona. El segundo tema es la posibilidad de una mayor implicación del Banco Central Europeo en la resolución de la crisis interviniendo con mayor intensidad en los mercados de deuda pública de la eurozona.

Finalmente, Herman van Rompuy, presidente del Consejo Europeo, ha propuesto

como solución adoptar una mayor integración europea en términos de mayor cesión de soberanía de los países miembros que suponga un fortalecimiento de las reglas y mecanismos de responsabilidad fiscal.

Pero aunque la lista de medidas es larga, difícilmente conseguirán reducir las tensiones en los mercados de deuda de forma inmediata. La credibilidad de los distintos gobiernos está seriamente dañada, por lo que los mercados querrán asegurarse de su aprobación y correcta aplicación. Dado que se trata de reformas estructurales profundas, estas no se pueden hacer rápidamente y, en cualquier caso, sus efectos no se empezarán a notar hasta que haya pasado un tiempo.

Ante esta situación las tensiones en los mercados de deuda, en vez de remitir, están alcanzando a países como Francia, Austria o Bélgica. Una de las grandes incógnitas es el efecto que ello puede tener sobre la economía real. En este sentido, el dato del producto interior bruto (PIB) del tercer trimestre no es demasiado alenta-

A nivel europeo prosigue el debate sobre los eurobonos, el papel del BCE y la necesidad de una mayor integración fiscal.

Aunque las medidas difícilmente pueden conseguir calmar las tensiones en los mercados financieros a corto plazo.

Las tensiones en los mercados de deuda alcanzan a países como Francia, Austria o Bélgica.

ZONA DEL EURO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2009	2010	2010		2011			Octubre
			IV	I	II	III		
PIB	-4,2	1,7	1,9	2,4	1,6	1,4	-	
Ventas al por menor	-2,5	0,8	0,6	0,1	-0,5	-0,5	...	
Confianza del consumidor (1)	-24,8	-14,0	-10,4	-10,6	-10,4	-15,6	-19,9	
Producción industrial	-14,7	7,5	8,0	6,6	4,1	4,0	...	
Sentimiento económico (1)	80,7	100,9	105,7	107,4	105,7	98,8	94,8	
Tasa de paro (2)	9,5	10,1	10,0	10,0	10,0	10,1	...	
Precios de consumo	0,3	1,6	2,0	2,5	2,8	2,7	3,0	
Balanza comercial (3)	10,7	4,6	4,6	-10,3	-16,5	-20,0	...	
Tipo de interés euríbor 3 meses	1,2	0,8	1,0	1,1	1,4	1,6	1,6	
Tipo de cambio efectivo nominal del euro (4)	111,7	104,7	104,4	103,7	106,4	104,6	104,0	

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.

Los datos de coyuntura económica siguen mostrando debilidad.

dor. En términos intertrimestrales avanzó un 0,2%, lo que dejó la tasa de variación interanual en el 1,4%. Sin embargo, lo preocupante son los indicadores económicos de coyuntura que adelantan una desaceleración de la actividad económica para los próximos trimestres.

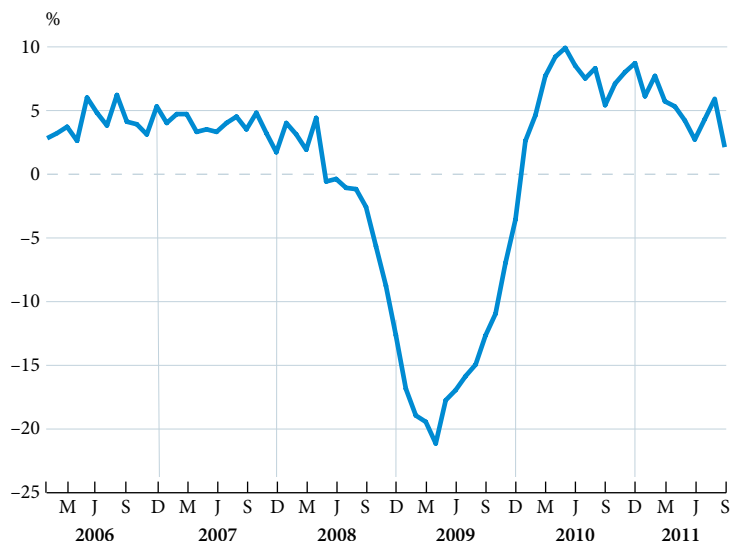
Las ventas minoristas del mes de septiembre presentaron una caída del 1,3% interanual, acentuando la debilidad del tercer trimestre de este año. Esta caída sigue la tendencia de reducción del índice de confianza de los consumidores que el mes de octubre alcanzó un nuevo mínimo de 19,9 puntos. Tres son los factores que pesan sobre el ánimo de los consumidores. En primer lugar la incertidumbre política. En segundo lugar, la destrucción de empleo cuyo reflejo es el aumento de la tasa de paro de la eurozona del mes de septiembre hasta el 10,2%. Finalmente, por la reducción de la renta disponible de las familias, cuyos ingresos crecen a un ritmo inferior al de la inflación.

Desde el lado de la oferta, se constata que la producción industrial del mes de septiembre ha presentado un crecimiento interanual del 2,2%, una reducción considerable desde el 6% del mes anterior. La incertidumbre política también está afectando al sector empresarial ya castigado por las dificultades de acceso al crédito y una demanda con poco pulso. Además, es probable que esta reducción en la producción industrial pudiera intensificarse, pues el índice de confianza empresarial del mes de octubre cayó hasta 94,8 puntos desde el nivel de 98,9 del tercer trimestre, reflejando los factores comentados.

Todos los motivos expuestos anteriormente nos impulsan a rebajar sensiblemente la estimación de crecimiento en la eurozona para el año 2012. Nuestra previsión del PIB, que era de 1,3%, la hemos reducido hasta el 0,3%. El riesgo de que el conjunto de la eurozona entre en una moderada recesión, con dos trimestres consecutivos de crecimiento negativo, es elevado como re-

LA DEBILIDAD DE LA DEMANDA SE REFLEJA EN LA REDUCCIÓN DE LA PRODUCCIÓN INDUSTRIAL

Variación interanual de la producción industrial



FUENTE: Eurostat.

cordó el propio presidente del Banco Central Europeo, Mario Draghi, en su comparecencia del mes de noviembre. También, reducimos dos décimas nuestra previsión del índice de precios de consumo (IPC) para el próximo año desde el 1,8% hasta el 1,6%.

Resumiendo, la tendencia económica de los próximos trimestres parece que se verá afectada negativamente por la incertidum-

bre generada durante este año en las interminables discusiones políticas para encontrar una solución a la crisis de la deuda soberana de la eurozona. Ahora, sería importante poder dar una respuesta a la pregunta de Henry Kissinger, contestando que hay varios números de teléfono pero una sola voz para asegurar que el crecimiento económico del próximo año no sufra más percances.

Rebajamos la previsión de crecimiento de la eurozona del 2012 hasta el 0,3%.

Eurozona: remedios, no parches

El devenir de la eurozona sigue a merced del desenlace de una crisis de deuda soberana que pronto cumplirá dos años, que ya se ha cobrado varios gobiernos y que ha puesto en jaque a la incipiente recuperación económica. Pero, por muy grave que nos parezca ahora, que lo es, todo ello quedaría reducido a una mera anécdota si la víctima final de la crisis acabara siendo... la propia moneda única.

La iniciativa fallida de George Papandreu de someter a referéndum el plan de rescate heleno abrió la caja de los truenos al poner en boca de autoridades francesas y alemanas la amenaza de expulsar a Grecia de la Unión Monetaria Europea. Lo que antes era impensable, apareció de repente como una posibilidad real. Con todo, un eventual desmembramiento del euro sigue siendo, a todas luces, una locura: la mera sombra del *tsunami* financiero que ello acarrearía debería garantizar que las autoridades europeas –y mundiales– pondrán todo de su parte para evitarlo. La cuestión es si han trazado y están siguiendo la estrategia correcta para sobreponerse a la crisis y apuntalar, de una vez por todas, la viabilidad de la eurozona; o si se limitan a reaccionar a los vaivenes de los mercados y a poner parches.

Recetar un tratamiento exige, ante todo, una correcta diagnosis de la enfermedad, en este caso, la peor crisis que afronta Europa desde la Segunda Guerra Mundial. La exploración debe discernir las causas de fondo de la crisis –la raíz de la incertidumbre en torno a la viabilidad de la moneda única– de otros factores urgentes pero accesorios, aunque también estos últimos zarandean los mercados financieros.⁽¹⁾

La causa última de la deriva de las cotizaciones de la deuda pública europea reside en deficiencias estructurales en el diseño de la zona del euro que limitan su capacidad, primero, para prevenir y, segundo, para atajar episodios de crisis como el actual. Dichas carencias no son una sorpresa. Desde su concepción, se ha sabido que los países que formaban la UEM no constituían un área monetaria óptima y que, a largo plazo, el entramado institucional con el que se dotó a la moneda única sería insuficiente, en especial, llegado el momento de lidiar su primera gran crisis. El diseño óptimo habría exigido una de tres: una gran movilidad del factor trabajo; una mayor flexibilidad de precios y salarios; o, en ausencia de ambos, un grado de integración fiscal que permitiera suplir, parcialmente, al tipo de cambio como mecanismo de ajuste ante un *shock* externo que afectara asimétricamente a distintos miembros de la unión. Ninguna de estas tres condiciones, sin embargo, se da en la UEM.

(1) Véase «La crisis del euro: causas últimas y soluciones duraderas». Jordi Gual. Revista de Occidente n.º 367, diciembre 2011. Fundación José Ortega y Gasset.

Los dispositivos destinados a mitigar dichas carencias en lo relativo a prevenir desequilibrios dentro de la unión, establecidos básicamente en el Pacto para la Estabilidad y el Crecimiento, no funcionaron. Los mercados tampoco ejercieron su función disciplinaria hasta que llegó la crisis –el bono griego a 10 años cotizaba con un diferencial de apenas un 0,1% frente al bono alemán en 2005 a pesar de ingentes diferencias en fundamentales–. El resultado de dicho conjuro de fallos ya lo conocemos: la moneda única amplificó los desequilibrios de pagos dentro de la unión hasta niveles excesivos y los países deficitarios acumularon niveles de deuda sin precedentes; llegó la recesión y los gobiernos tiraron de sus arcas para mitigar su impacto, agravando el pasivo externo de sus economías; un cambio de Gobierno en Grecia destapó un agujero mayor de lo reconocido... y se dispararon todas las alarmas. El resto ya se incluye en gran medida dentro de lo que podríamos llamar causas próximas o problemas urgentes de la crisis.

Dichas causas próximas radican en la dificultad de romper el siguiente círculo vicioso: las medidas de austeridad exigidas a los países cuya solvencia soberana genera suspicacia por el estado crítico de sus cuentas públicas lastran tanto sus perspectivas de crecimiento como la solvencia de su sector privado. Ello dificulta aún más el ajuste fiscal, retroalimentando una espiral perversa que, si no se interrumpe, puede generar un nivel de desconfianza y turbulencias de tal calibre que acabe contagiando a otras economías fundamentalmente solventes.

Con el diagnóstico en mano, llega el momento de prescribir el tratamiento y, obviamente, este será distinto en función de cuál sea el objetivo. Si lo que se persigue es dar mayor robustez al sistema para evitar cualquier rebrote futuro, entonces cabe atajar de raíz el problema –es decir, corregir el deficiente entramado institucional de la unión, avanzando hacia una mayor gobernanza común–, lo que, con toda probabilidad, entrañará un proceso largo y complejo. Si, a la vez, debemos contener el avance de la dolencia en los países afectados (léase, mantener su prima de riesgo dentro de los límites sostenibles) o, en caso de ser contagiosa (que lo es), evitar una epidemia (es decir, que empiecen a repuntar las primas de riesgo soberano del resto de Estados miembros), el remedio adecuado exigirá un tratamiento de choque lo suficientemente potente como para romper el círculo vicioso descrito arriba.

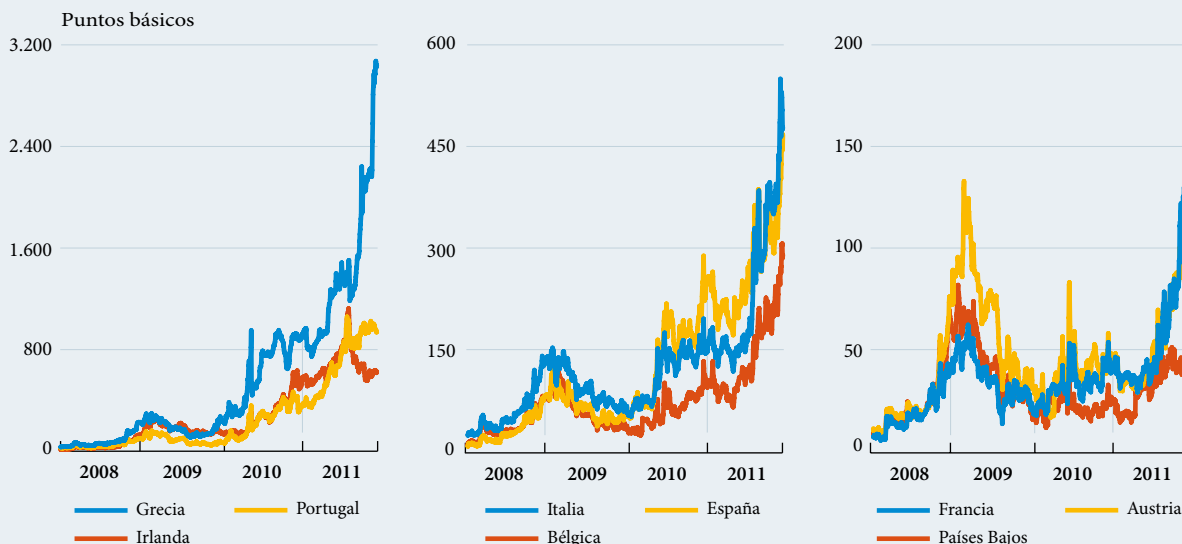
El recrudecimiento de las tensiones en los mercados financieros demuestra que, por ahora, dicha espiral sigue en marcha y que las medidas adoptadas hasta ahora han sido insuficientes –algunas de ellas, incluso contraproducentes– para frenar el contagio. El efecto balsámico de la última cumbre de la eurozona –que acordó una reestructuración voluntaria de la deuda griega con una quita del 50%; la recapitalización de los principales bancos europeos; la ampliación y flexibilización del Fondo Europeo para la Estabilidad Financiera; y avanzar hacia una gobernanza paneuropea más robusta– apenas duró veinticuatro horas. Las tensiones no solo no amainaron sino que se intensificaron: engulleron a Italia, se ensañaron con España y Bélgica y alcanzaron de lleno el corazón de la eurozona cuando las primas de riesgo de Francia, Austria e, incluso, Países Bajos empezaron a bailar al son de las dudas (véase el gráfico siguiente).

Desde algunos sectores, se achaca el deterioro progresivo de la crisis a una deficiente gestión institucional, tan faltada de medios como de contundencia. El aplazamiento repetido de una inevitable reestructuración de la deuda griega y la oposición de los países del norte de Europa y, sobre todo, de Alemania, a tratamientos de choque que apacigüen las tensiones –como podría ser la creación de un bono común (los llamados eurobonos) que reinstaure una única prima de riesgo o una intervención más agresiva del BCE en la recompra de deuda soberana– enervan a unos mercados deseosos de soluciones rápidas, que barran de golpe la incertidumbre reinante en torno al riesgo soberano de la eurozona.

Sin embargo, aun siendo arriesgada, la línea estratégica que han seguido los líderes de la UEM en su gestión de la crisis es consistente con una visión enfocada al largo plazo, que da prioridad a una mayor solidez de la unión en el

LAS TENSIONES ALCANZAN EL CORAZÓN DE LA EUROZONA

Diferencial respecto al *bund* alemán



FUENTES: Thomson Reuters Datastream y elaboración propia.

futuro por encima de la estabilidad a corto plazo. En ausencia de un mercado laboral integrado y flexible, los desequilibrios que amenazan al euro solo pueden corregirse mediante cambios institucionales, ya sea a escala nacional, con reformas que permitan un ajuste flexible a la baja de precios y costes, es decir, que acomoden una devaluación interna que suplante a la imposible devaluación monetaria; ya sea, a escala paneuropea, avanzando hacia una mayor integración fiscal y, eventualmente, política.

Cualquier reforma institucional exige voluntad y tiempo y ello puede ayudar a explicar por qué las autoridades europeas han seguido los pasos que han seguido. Demorar la reestructuración de la deuda griega habría perseguido frenar el contagio a otras economías con problemas de liquidez pero solventes, para darles tiempo a hacer los deberes y certificar, con ello, su solvencia. Asimismo, el rechazo de cualquier propuesta que acabe con la recientemente restituida función disciplinaria de los mercados (como, por ejemplo, los eurobonos) tiene como objetivo presionar a los países obligados a corregir desequilibrios internos para que sigan avanzando en sus procesos de ajuste (evitando el riesgo moral que acarrearía el retorno a una única prima de riesgo).

En definitiva, puede que la envergadura que ha alcanzado la crisis sea la única manera de convencer a gobiernos y ciudadanos que tanto los ajustes como una mayor integración fiscal son requisitos ineludibles para garantizar la supervivencia de la moneda única; la única manera de generar la predisposición necesaria para avanzar por esa vía. Con todo, los mercados no dan tregua, con lo cual, para poder alcanzar ese objetivo a largo plazo, parece inevitable recurrir a algún tratamiento de choque (probablemente la intervención masiva del BCE) para impedir que las urgencias exploten o, simplemente, para ganar tiempo... por si todavía hay que persuadir a alguien de que el futuro de Europa, sin el euro, pinta muy magro.

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

El PIB de Alemania aumenta el 0,5% en el tercer trimestre sobre el anterior, pero se dibuja una senda de desaceleración.

La ocupación se eleva el 1,2% con relación al tercer trimestre de 2010 y alcanza el nivel más alto desde la reunificación de 1990.

Notable crecimiento económico alemán en el tercer trimestre

El nivel de actividad económica se aceleró en el tercer trimestre, en línea con lo que se esperaba. La primera estimación del crecimiento del PIB arrojó un aumento intertrimestral del 0,5% y el del segundo trimestre fue revisado 2 décimas al alza hasta el 0,3%. Con ello, la expansión interanual se elevó hasta el 2,6% en términos corregidos de calendario. A pesar de suponer un notable incremento, se muestra que prosigue la desaceleración tendencial que estaba prevista, pues en el primer trimestre el PIB subió el 4,7% en relación con el mismo periodo del año anterior y en el segundo el 2,9%.

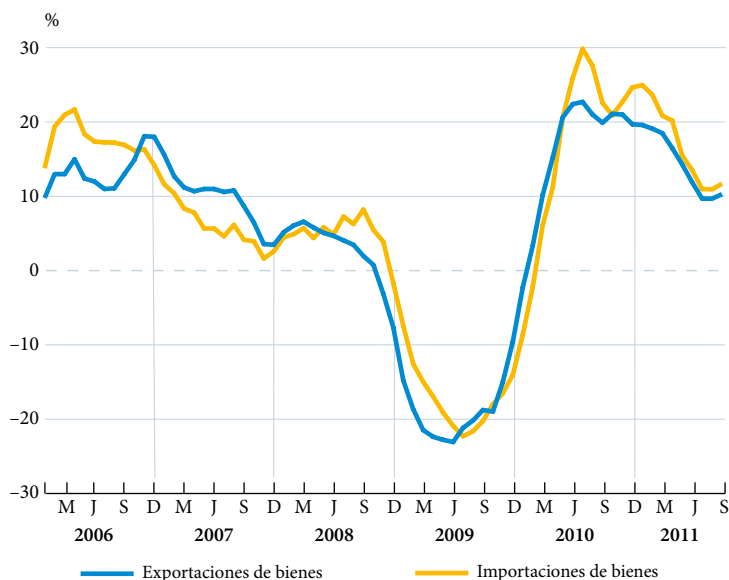
El aumento del PIB en el tercer trimestre es atribuible sobre todo a la demanda interna. Dentro de ella, destaca la contribución del consumo de los hogares. Este fue impulsado por apreciables alzas de los salarios y del número de ocupados. En efecto, la ocupación se elevó el 1,2% respecto al tercer trimestre de 2010 hasta 41,2 millo-

nes de personas, el nivel más alto desde la reunificación de 1990. Asimismo, el número de horas trabajadas ascendió el 1,4% interanual. También la inversión de las empresas en bienes de equipo registró una aportación positiva al crecimiento económico. En cambio, la demanda exterior apenas contribuyó al aumento del PIB en el tercer trimestre, pues el dinamismo de las exportaciones fue contrarrestado en gran parte por el aumento de las importaciones.

En cuanto al cuarto trimestre, la favorable marcha del mercado laboral debería seguir apoyando al consumo. No obstante, en octubre el indicador BA-X de demanda de trabajo cedió algo, si bien se mantiene en un nivel elevado. Por su parte, el paro subió un poco en términos desestacionalizados, pero la tendencia continúa a la baja. Las matriculaciones de automóviles se desaceleraron en el mismo mes hasta presentar un incremento interanual del 0,6%. Al mismo tiempo, la confianza del consumidor disminuyó por cuarto mes consecutivo, afectada por la

EL SECTOR EXTERIOR PIERDE IMPULSO COMO MOTOR DEL CRECIMIENTO GERMANO

Tasa de variación interanual de la media móvil de tres meses



FUENTES: Statistisches Bundesamt Deutschland y elaboración propia.

ALEMANIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2009	2010	2011				
			IV	I	II	III	Octubre
PIB	-5,1	3,6	3,8	4,6	2,9	2,6	-
Ventas al por menor	-3,2	1,5	1,2	0,7	2,4	0,5	...
Producción industrial	-15,5	10,0	11,7	12,8	8,1	8,1	...
Índice de actividad empresarial (IFO) (*)	90,7	107,8	113,4	114,7	114,2	109,6	106,4
Tasa de paro (**)	7,8	7,0	6,6	6,3	6,0	5,9	...
Precios de consumo	0,4	1,1	1,5	2,1	2,3	2,4	2,5
Balanza comercial (***)	138,7	154,9	154,9	157,9	159,0	159,9	...

NOTAS: (*) Valor.

(**) Porcentaje sobre población activa, corregido de estacionalidad.

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

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

intensificación de las incertidumbres, aunque se colocaba apreciablemente por encima del nivel normal.

Por lo referente a la inversión, es probable que se produzca una ralentización a juzgar por el sensible deterioro de los componentes de expectativas de los índices de sentimiento empresarial en los últimos meses, como el Ifo o el ZEW. Además, en el cuarto trimestre el grado de utilización de la capacidad productiva se relajó en cierto grado, si bien todavía se hallaba por encima de la media a largo plazo.

Desde la óptica de la oferta, en septiembre la producción industrial se redujo el 3,0% respecto al mes anterior, pero en el conjunto del tercer trimestre subió el 2,0% con relación al precedente y en agosto-septiembre se elevó el 8,0% en relación con el mismo bimestre de 2010. En cuanto al futuro a corto plazo, los pedidos industriales se redujeron de nuevo, el 4,3% intermensual en septiembre, aunque en el periodo agosto-septiembre eran el 3,2% más que en los mismos meses del año previo. La evolución menguante de los pedidos y el descenso del indicador PMI hasta por debajo del nivel neutral en octubre por primera vez en veinticinco me-

ses, auguran un moderado aumento de la producción del sector secundario en los próximos meses. Tampoco cabe esperar un fuerte impulso de la construcción.

Por otro lado, los ingresos presupuestarios están sobrepasando las proyecciones, de modo que el Gobierno de coalición consideró que contaba con un margen de maniobra al respecto. Así que el día 6 de noviembre anunció un plan para reducir la carga del impuesto sobre la renta de las personas físicas en 2013 y 2014 por importe de unos 6.000 millones de euros, que beneficiaría sobre todo a las rentas bajas y medias, en línea con las promesas electorales. No obstante, la oposición ha criticado el proyecto al considerar que pone en peligro la consolidación presupuestaria exigida por la constitución. Por otra parte, a mediados del mismo mes el Gobierno decidió que a partir de enero de 2012 se reduciría en 3 décimas la tarifa de la contribución obligatoria a las pensiones de la Seguridad Social hasta el 19,6%. Con ello se reducen los costes laborales y se refuerza la competitividad de la economía.

Respecto a las perspectivas económicas, en el cuarto trimestre es probable un avance muy modesto o incluso una contrac-

El Gobierno teutón anuncia un plan para reducir la carga del impuesto sobre la renta a partir de 2013.

Revisamos la previsión de crecimiento germano en 2012 hasta el 0,7%.

El PIB galo crece un poco más de lo esperado en el tercer trimestre, pero para los próximos trimestres las expectativas son de estancamiento o contracción.

ción, debido a la ralentización de la economía global y especialmente de los socios de la eurozona. En los primeros compases de 2012 podría continuar la debilidad. De esta forma, hemos revisado a la baja el crecimiento previsto para 2012 desde el 1,8% hasta el 0,7%, señalando la existencia de importantes riesgos en un marco de turbulencias financieras.

Nuevo paquete de medidas del Gobierno francés para cumplir el compromiso del déficit público

Se esperaba un rebote del PIB galo en el tercer trimestre y, de hecho, la primera estimación superó las expectativas al registrarse un avance intertrimestral del 0,4%. En cambio, el estancamiento del segundo trimestre fue revisado levemente a la baja hasta el -0,1%. De esta forma, el crecimiento interanual del PIB se mantuvo en el 1,6%.

A diferencia del segundo trimestre, la expansión fue impulsada sobre todo por la demanda interna, que aportó 3 décimas a la variación del PIB. La mayor contribución provino del consumo de las familias, que se recuperó después de un retroceso intertrimestral del 0,8% en el segundo trimestre hasta anotar un aumento trimestral del 0,3%. Por el contrario, la inversión

se desaceleró hasta un incremento intertrimestral del 0,4%. En cuanto a la variación de existencias, tuvo un efecto nulo sobre el PIB en el tercer trimestre después de haber detraído 2 décimas en el segundo.

En cuanto a la demanda externa, anotó una aportación positiva de una décima al crecimiento del PIB, pero 4 décimas menos que en el segundo trimestre. Las exportaciones de bienes y servicios se avivaron ligeramente y ascendieron el 0,7% en relación con el trimestre anterior. Por su parte, las importaciones remontaron y avanzaron el 0,3% después de la contracción registrada en los tres meses precedentes.

A pesar de la favorable evolución del PIB en el tercer trimestre, los indicadores disponibles apuntan en general a una ralentización en los próximos trimestres. En octubre, las matriculaciones de automóviles bajaron el 0,4% en términos desestacionalizados con relación al mes precedente. La confianza de los consumidores mejoró un poco en octubre, pero se hallaba apreciablemente por debajo del promedio a largo plazo y no es probable que este dato suponga un cambio de la tendencia descendente de los últimos meses.

Por lo referente a la inversión, continuará la senda de moderación, ya que el grado de

Nuevo récord de la prima de riesgo de la deuda soberana francesa desde el lanzamiento del euro.

FRANCIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2009	2010	2010		2011		
			IV	I	II	III	Octubre
PIB	-2,6	1,4	1,4	2,2	1,6	1,6	-
Consumo de manufacturas por los hogares	-0,4	1,7	0,9	3,5	1,1	-1,0	...
Producción industrial	-12,6	4,6	4,2	4,7	2,0	3,4	...
Tasa de paro (*)	9,5	9,8	9,7	9,7	9,7	9,9	...
Precios de consumo	0,1	1,5	1,7	1,8	2,1	2,1	2,3
Balanza comercial (**)	-44,8	-51,3	-51,3	-59,1	-64,0	-67,7	...

NOTAS: (*) Porcentaje sobre población activa, corregido de estacionalidad.

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

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

utilización de la capacidad productiva se mantuvo por debajo de la media histórica y aumentaron las incertidumbres. En efecto, en el sector de la industria manufacturera la última encuesta dirigida a los empresarios muestra que proyectan un incremento de la inversión en bienes de equipo del 4% interanual en valor en 2012 después de un alza prevista del 11% en 2011. Como principales motivos señalaron la renovación de equipos, la mejora de la seguridad, el medio ambiente y las condiciones laborales y el ahorro de energía; y en menor medida la ampliación de la capacidad productiva y la automatización.

Desde el lado de la oferta, el panorama es similar. La producción industrial subió el 3,4% interanual en el tercer trimestre, si bien cayó el 1,7% intermensual en septiembre. Cabe apuntar que su nivel se coloca sensiblemente por debajo del alcanzado antes de la gran recesión de 2008-2009. Por otra parte, la cartera de pedidos en el periodo junio-agosto se situaba el 10,7% por encima de los mismos meses de 2010, pero se constata una pérdida de dinamismo, que afectará al nivel de actividad a corto plazo. Por lo referente a los servicios, la confianza disminuyó un poco en octubre, ampliándose su diferencia respecto al promedio histórico. En cuanto a la construcción, en septiembre los permisos mostraban un alza interanual del 13,4%, pero en octubre el clima presentaba síntomas de deterioro.

En este entorno, después de haber rebajado la previsión de crecimiento económico para 2012 desde el 1,75% hasta el 1%, el Gobierno francés presentó un nuevo plan de ajuste el 7 de noviembre para poder cumplir los objetivos presupuestarios de reducción del déficit público desde el 5,7% del PIB en 2011 hasta el 4,5% en 2012, el 3,0% en 2013 y el equilibrio en 2016. El nuevo paquete supone un ahorro suple-

mentario de 17.400 millones de euros hasta 2016, de los cuales 7.000 corresponden a 2012. Este plan se añade al del pasado mes de agosto. Entre otras medidas, se reducen las deducciones fiscales, se avanza un año hasta 2017 el retraso de la edad legal de la jubilación hasta los 62 años, se aumenta el impuesto de sociedades para las grandes empresas en un 5%, se crea un tipo intermedio al 7% para el impuesto sobre el valor añadido de los restaurantes y la rehabilitación de edificios, que hasta el ejercicio 2011 tributan al 5,5%, el baremo del impuesto sobre la renta de las personas físicas no se actualizará con la inflación en 2012 y 2013 y la retención sobre los dividendos y los intereses se elevará del 19% al 24%.

Estas decisiones se tomaron a pesar de la proximidad de las elecciones presidenciales en la primavera de 2012. La voluntad de defender el máximo *rating* para la deuda soberana gala parece que también influyó. Sin embargo, la presión de los mercados financieros no cesó. Así, el día 16 de noviembre el diferencial con los bonos del Estado alemanes a diez años alcanzó los 189 puntos básicos, un nuevo récord desde el lanzamiento del euro. Por su parte, la exposición de los grandes bancos franceses a la deuda pública periférica, en especial la italiana, les ha reportado un duro castigo bursátil a lo largo del ejercicio 2011. No obstante, en los últimos doce meses hasta septiembre el crédito bancario a las empresas francesas subió el 5,3%. Sin embargo, el incremento trimestral de las pymes se estancó, por primera vez en dos años.

La caída interanual del 25,0% de la creación de empresas en octubre corrobora el empeoramiento del clima económico, cuyo índice se situaba en el mismo mes por debajo del nivel normal. En este marco, en los próximos trimestres se prefigura el estancamiento o incluso un retroceso de la actividad económica. De este modo,

Pérdida de dinamismo de la cartera de pedidos industriales gala.

Recorte de nuestra previsión de crecimiento del PIB de Francia en 2012 hasta el 0,5%.

En un marco de contagio por la crisis griega la prima de riesgo de la deuda soberana italiana alcanza niveles insostenibles y obliga a realizar cambios políticos.

hemos recortado nuestra previsión de aumento del PIB para el conjunto de 2012 hasta el 0,5%.

La economía italiana, en estado crítico

La combinación del contagio de la crisis griega, deficiencias de crecimiento producto de problemas estructurales de competitividad y un elevado endeudamiento ha resultado explosiva para la economía italiana y motivó que pasara a ocupar el ojo del huracán de la crisis del euro. La presión de los mercados y de las autoridades internacionales propiciaron a finales de octubre que el Gobierno transalpino pidiera una supervisión de las reformas prometidas a la Unión Europea a cargo de las mismas autoridades comunitarias y del Fondo Monetario Internacional. Pero los acontecimientos se precipitaron.

Tras poner en marcha el proceso de aprobación de las reformas solicitadas por la Unión Europea, el primer ministro italiano, Silvio Berlusconi, se vio forzado a dimitir por las presiones políticas, tanto internas como exteriores, dada su pérdida de credibilidad. El presidente del Estado, Giorgio Napolitano, nombró al ex comisario de la competencia de la Unión Europea, Mario Monti, como nuevo primer ministro. Este designó

un gobierno de perfil tecnocrático para sacar a su país de la situación de emergencia financiera en que se hallaba, el cual consiguió el apoyo parlamentario para su programa.

El nuevo Gobierno anunció que aplicaría a fondo las reformas aprobadas a mediados de noviembre, que incluían el pase a la reserva de los funcionarios excedentes cobrando el 80% de su salario hasta un máximo de dos años, la liberalización de los servicios profesionales así como de los ofrecidos por las administraciones locales, la enajenación de inmuebles públicos para reducir la deuda del Estado y el retraso de la edad de jubilación hasta los 67 años a partir de 2026. Asimismo, declaró que su acción de gobierno se basaría en los tres pilares del rigor presupuestario, el crecimiento económico y la equidad.

Además, Mario Monti anunció nuevas medidas, a concretar en las próximas semanas. Así, dijo que consideraría la reinstauración de un impuesto sobre la vivienda, modificaría la normativa laboral, incentivaría el empleo de mujeres y jóvenes, simplificaría la Administración pública y lucharía contra la evasión fiscal y la economía sumergida.

Un nuevo paquete de ajuste es necesario para compensar el aumento de los costes de financiación sobrevenido en el último

El nuevo Gobierno de la tercera economía de la eurozona, presidido por Mario Monti, se enfrenta al reto del ajuste presupuestario y al mismo tiempo al de propiciar el crecimiento económico.

ITALIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2009	2010	2010		2011		
			IV	I	II	III	Octubre
PIB	-5,2	1,2	1,5	1,0	0,8	...	-
Ventas al por menor	-1,7	0,0	0,1	-0,3	-0,2	...	...
Producción industrial	-18,7	6,5	5,3	2,2	1,8	0,2	...
Tasa de paro (*)	7,8	8,4	8,3	8,2	8,1	8,2	...
Precios de consumo	0,8	1,5	1,7	2,3	2,6	2,8	3,4
Balanza comercial (**)	-5,9	-29,3	-29,3	-34,9	-36,0	-33,9	...

NOTAS: (*) Porcentaje sobre población activa, corregido de estacionalidad.

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

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

periodo y revertir el incremento de la deuda pública. La clave se halla en lograr la confianza de los mercados financieros para rebajar la prima de riesgo y evitar el peligro de entrar en una espiral negativa. Para ello, al mismo tiempo es preciso conseguir alentar el crecimiento económico. Las medidas estructurales se dirigen a este fin. No obstante su efecto no es a corto plazo, y un riesgo para el nuevo Gobierno, que en principio debería ejercer hasta el final de la legislatura en 2013, es la proverbial inestabilidad política italiana, que podría ponerse en evidencia una vez que se detallan las decisiones correctivas, pues no hay que olvidar que depende del apoyo parlamentario.

¿Y todo esto qué supone para la coyuntura económica? El instituto estadístico italiano no publicó el avance del PIB del tercer trimestre en noviembre, como era habitual, debido a una revisión de las series históricas, por lo que habrá que esperar al dato definitivo del 21 de diciembre. Sin embargo, los indicadores disponibles apuntan a una leve contracción debido a la debilidad de la demanda interna, lo que supondría el primer retroceso en año y

medio. Los indicadores avanzados referentes al cuarto trimestre también señalan una retracción del nivel de actividad.

En cuanto a las perspectivas para 2012, los efectos contractivos del plan de ajuste probablemente prevalecerán sobre la ampliación del PIB potencial. Por su parte, el impulso del sector exterior se verá limitado por el escaso crecimiento que se prevé para los socios de la eurozona en el próximo ejercicio. De este modo, es probable que para el conjunto de 2012 se registre una ligera recesión en el país subalpino.

Reino Unido: rebaja de las previsiones de crecimiento

La desaceleración económica en el Reino Unido se ve confirmada poco a poco con el crecimiento del producto interior bruto (PIB) del tercer trimestre que se quedó en el 0,5%, una décima por debajo del segundo trimestre. Aunque todavía no se dispone del desglose del mismo, se conocen algunos detalles. El avance del PIB contó con el apoyo de los sectores industrial y el de

Prevedemos una ligera contracción del PIB transalpino en el segundo semestre de 2011, que continuaría en 2012.

REINO UNIDO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2009	2010	2010		2011			Octubre
			IV	I	II	III		
PIB	-4,9	1,4	1,3	1,6	0,6	0,5	-	
Ventas al por menor	1,0	0,4	-0,9	1,5	0,5	-0,3	0,9	
Producción industrial	-10,1	2,2	3,0	1,5	-0,9	-0,9	...	
Tasa de paro (1)	4,7	4,7	4,5	4,5	4,7	4,9	5,0	
Precios de consumo	2,1	3,3	3,4	4,2	4,4	4,7	5,0	
Balanza comercial (2)	-82,4	-96,2	-96,2	-98,1	-98,5	-100,5	...	
Tipo de interés líbor 3 meses (3)	1,2	0,7	0,7	0,8	0,8	0,9	1,0	
Tipo de cambio efectivo nominal de la libra (4)	73,9	80,4	79,3	78,4	78,6	77,1	79,4	

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.

Se mantiene la tendencia de desaceleración de la actividad económica.

Revisamos a la baja el crecimiento del PIB del próximo año desde el 1,7% hasta el 0,7%.

Europa emergente, que hasta la fecha se ha librado de las repercusiones de la crisis de la deuda, empieza a verse afectada.

Los indicadores de riesgo-país reflejan una mayor incertidumbre.

servicios, que crecieron un 0,5% y un 0,7% respectivamente.

Unas cifras nada despreciables que ofrecen cierto optimismo tras un segundo trimestre bastante pobre, aunque es cierto que ello fue debido al festivo adicional por la boda real y al terremoto de marzo en Japón que afectó las cadenas logísticas de producción industrial. Cuando miramos su evolución en los últimos trimestres, observamos una tendencia de moderada desaceleración. En la otra cara de la moneda se encuentra el sector de la construcción que cayó un 0,6% y todavía no ofrece síntomas convincentes de estabilización.

Los últimos indicadores de coyuntura económica apuntan hacia un mantenimiento de la desaceleración económica. Así, por ejemplo, la producción industrial del mes de septiembre se redujo un 0,7% interanual y lleva siete meses consecutivos en negativo. Adicionalmente, la confianza de los consumidores ha caído al nivel más bajo desde febrero de 2009. Esta caída de la confianza se ha visto afectada por los malos datos en el mercado laboral, reflejado en el aumento de la tasa de paro en el mes de octubre hasta el 5%.

Ante este panorama, el Banco de Inglaterra reconoció que las perspectivas económicas habían empeorado y rebajó la previsión de crecimiento del año 2012 desde el 2,0% hasta aproximadamente el 1,0% y espera que la inflación baje rápidamente sobre todo la primera parte del próximo año. Ante esta situación no es descartable que el banco emisor decidiera el próximo año ampliar su política monetaria no convencional de compra de activos.

También nosotros incorporamos las últimas variables económicas a nuestras previsiones y reducimos el crecimiento del PIB del próximo año desde el 1,7% hasta el 0,7%, y también pensamos que la inflación bajará rápidamente desde las cotas actua-

les alcanzando una media del 2,7% para el conjunto del año.

Nuestra estimación de crecimiento del PIB es tres décimas inferior a la previsión oficial del Banco de Inglaterra porque consideramos que la acelerada consolidación de las finanzas públicas, un despalancamiento de las familias intensamente endeudadas, un sistema bancario disfuncional y una reducción del crecimiento mundial suponen escollos difíciles de superar e impedirán un mayor crecimiento de la economía del Reino Unido.

Hay que advertir que los niveles de crecimiento trimestral que presentará el Reino Unido el año 2012 serán probablemente erráticos debido a varios factores únicos como la celebración de los Juegos Olímpicos en Londres, durante el tercer trimestre, o algunas medidas de ajuste fiscal que se concentrarán en algunos trimestres. Es decir, es difícil dibujar una trayectoria clara del crecimiento del PIB para el año 2012.

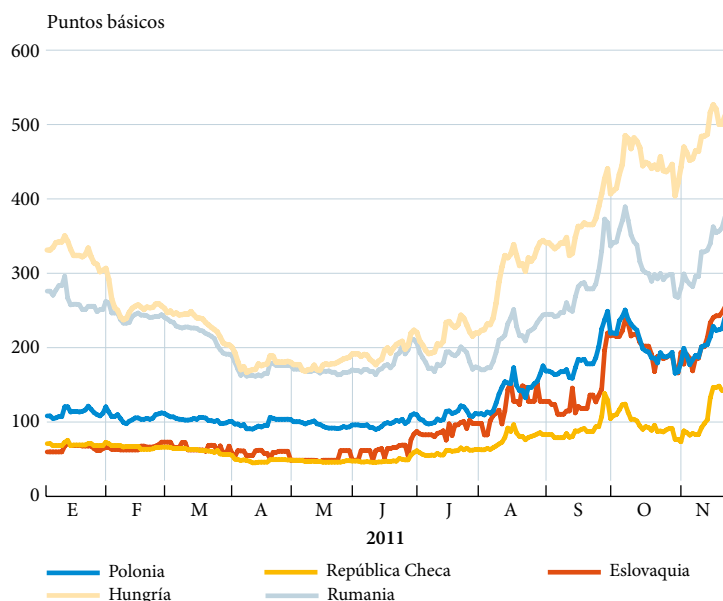
Además del deterioro de las perspectivas económicas, el nivel de incertidumbre sobre la previsión ha aumentado significativamente. El proceso de resolución de la crisis de deuda soberana en la eurozona es un elemento clave para la economía del Reino Unido y, por lo tanto, su desenlace tendrá un impacto notable sobre la actividad económica.

Europa emergente: crisis global, riesgos locales

El recrudescimiento de la crisis de la deuda soberana en la eurozona durante las últimas semanas ha acabado afectando a Europa emergente, una región que hasta la fecha había sorteado las repercusiones más negativas de dicho episodio. Los indicadores de riesgo-país, la señal más clara de la pérdida de confianza de los inversores en

LA CRISIS DE LA DEUDA EUROPEA AFECTA AL RIESGO-PAÍS DE EUROPA EMERGENTE

Cotizaciones del *Credit Default Swap* de la deuda soberana a 3 años



FUENTE: Thomson Reuters Datastream.

una economía, han girado simultáneamente al alza desde mediados de octubre en Polonia, Hungría, la República Checa, Eslovaquia y Rumania, los cinco países que habitualmente seguimos en estas páginas.

El aumento del coste de aseguramiento de la deuda soberana frente a hipotéticos impagos, reflejado en los niveles de los *Credit Default Swaps* de los bonos a tres años, ha sido distinto en función del nivel de partida (véase el gráfico anterior). Así, Hungría y Rumania han sufrido un aumento superior a los 100 puntos básicos en poco más de un mes. En los restantes tres casos (Polonia, República Checa y Eslovaquia) el aumento ha sido del orden de los 70-80 puntos básicos.

El aumento de la sensibilidad de los inversores a posibles riesgos financieros se ha traducido también en otros ámbitos. El que ha llamado más poderosamente la atención en este episodio es el del tipo de cambio. Aunque las cuatro divisas de los países anteriormente citados han sufrido presio-

nes depreciatorias (Eslovaquia, como es sabido, comparte la moneda única), en los peores momentos del último mes fueron la corona checa y el florín húngaro las que recibieron el mayor castigo. En el momento más agudo del episodio, entre el 10 y el 14 de noviembre, la divisa magiar acumulaba un retroceso del orden del 8% frente al euro, mientras que la moneda checa cedía un 4% (en ambos casos respecto a sus cotizaciones de un mes atrás). En el caso del zloty polaco la depreciación en esos días era del orden del 3% y del leu rumano, del 1%.

Un tercer foco de tensión que nos puede ayudar a entender lo que subyace al diagnóstico de los inversores financieros es la evolución de las bolsas. Durante este mes largo que va de mediados de octubre a la penúltima semana de noviembre el mercado de valores de la República Checa cayó más de un 8%, mientras que el de Eslovaquia lo hacía un 5%.

Con estos datos en la mano estamos en disposición de comprender lo acaecido en

Presión sobre la divisa en Hungría y la República Checa.

La senda fiscal magiar sigue creando dudas en los inversores.

Preocupa la elevada dependencia de la banca internacional en el caso de la República Checa.

las últimas semanas. El aumento generalizado de aversión al riesgo ha puesto de relieve que dos países preocupan especialmente en estos momentos. El primero, que ya estaba bajo el foco de atención de los inversores, es Hungría. En este caso, la principal debilidad del país estriba en su delicada posición fiscal. A pesar de mejorar sensiblemente su saldo público en 2011, el país mantiene el nivel de deuda pública más elevada de la región (del orden del 80% en 2010). Además, el ajuste de este ejercicio se ha hecho mediante medidas poco ortodoxas y que laminan, a un tiempo, la credibilidad de la política económica del país y su potencial de crecimiento.

El segundo damnificado del episodio de estrés financiero ha sido la República Checa (Eslovaquia también entraría en esta tipificación, pero su pertenencia al euro minora en parte los vaivenes financieros). En la República Checa, el principal foco de riesgo no es en absoluto el de las finanzas públicas (notablemente rigurosas), sino las repercusiones que puede tener sobre la economía el empeoramiento de la situación bancaria internacional. Cabe recordar que una parte significativa del sistema bancario checo está formado por filiales de bancos extranjeros (concretamente, un 80% de los activos bancarios están en manos de dichas filiales, mayoritariamente de bancos cuya matriz está radicada en la eurozona).

Este rasgo, de por sí neutral, se convierte en una debilidad en el momento en que

las matrices bancarias sufren tensiones de liquidez y necesitan mejorar sus ratios de solvencia. Si, hipotéticamente, los bancos extranjeros redujesen la financiación de sus filiales, la derivada macroeconómica podría acabar siendo una restricción del crédito en una fase del ciclo económico delicado. En este sentido, cabe recordar que la República Checa ha registrado unas cifras de contabilidad nacional en el tercer trimestre decepcionantes, con un crecimiento nulo del PIB en dicho periodo.

Más allá de la situación presente, las perspectivas inmediatas en términos de riesgos no se circunscriben a los efectos inducidos por la crisis de la deuda europea. A pesar de que en el tercer trimestre los datos de actividad muestran unas economías que todavía crecen a ritmos aceptables –hecha la salvedad de la República Checa–, los indicadores de actividad, como por ejemplo el sentimiento económico de octubre, sugieren que el pulso económico va a ser débil en el tramo final de 2011. Ello explica por qué, de forma un tanto inesperada, el banco central de Rumania sorprendió el 2 de noviembre con un descenso del tipo de intervención, que pasó del 6,25% al 6,0%. Esta vía puede ser seguida pronto por aquellos países que han soportado menor presión financiera y que pueden relajar un tanto el apoyo a sus divisas mediante el recurso de un tipo de interés elevado, siendo el candidato regional obvio Polonia.

MERCADOS FINANCIEROS

Mercados monetarios y de capital

Una trayectoria llena de baches

En la recta final del año, la situación del escenario financiero se ha agravado ante la evolución incierta de algunos de los factores primordiales para los mercados globales. En primer lugar, los datos de actividad de las principales economías mundiales están sufriendo un deterioro superior al esperado. En segundo término, la crisis de deuda soberana de la eurozona está atravesando nuevos, e inesperados, baches que entorpecen la toma de decisiones para atajar la crisis. Adicionalmente, esta situación está alimentando el miedo a un contagio de la misma a otras economías. Y finalmente, las negociaciones de reducción del déficit fiscal en Estados Unidos parecen no llegar al fin deseado, presentando un futuro menos brillante para el crecimiento de su economía. En conjunto, la evolución de estos factores está suscitando un aumento, si cabe mayor, de la aversión al riesgo de los inversores y de la volatilidad de los principales índices de activos de riesgo.

Los bancos centrales comienzan a ser menos restrictivos

En el transcurso de los últimos meses se ha constatado la moderación del ritmo de crecimiento de la economía mundial. Las causas de este proceso todavía vigente, así como las implicaciones del mismo, difieren dependiendo del área geográfica. Aunque entre los elementos comunes en la mayoría de los casos se podrían enumerar: el descenso de la demanda agregada, el encarecimiento de las materias primas y el

aumento de las dificultades de financiación. Según la opinión del consenso de economistas, el riesgo de una recaída de la economía global en una recesión se ha aminorado, debiéndose este cambio a la actuación crucial de los bancos centrales. Como es lógico, las decisiones de las autoridades monetarias son distintas según el país y el objetivo de política monetaria elegido por cada entidad, pero sí que se puede afirmar con toda seguridad que la mayoría de bancos centrales ha comenzado a dar un giro en sus políticas, hacia un perfil más expansivo, con el fin de evitar precisamente cualquier riesgo de recaída en la recesión.

En Estados Unidos, la Reserva Federal (Fed), tras su reunión del comité de política monetaria de noviembre, expuso las conclusiones sobre el análisis de la situación de la economía. En palabras de su presidente, Ben Bernanke, y basándose en la información obtenida a través de los diversos indicadores de actividad, durante el tercer trimestre se ha apreciado una cierta mejora del crecimiento de la economía. Este cambio de tendencia, observado en el consumo de las familias y en la inversión en bienes de equipo, se ha visto en gran parte beneficiado por la reducción de ciertos obstáculos de carácter temporal que desde principios de año impedían una evolución normal del crecimiento. Sin embargo, y a pesar de este avance, reconoció que la tasa de crecimiento norteamericana sigue mostrando claros síntomas de debilidad. Es por esta razón, y por la persistencia de riesgos significativos a la baja para la economía, por lo que desde la Fed han modificado las perspectivas del creci-

El escenario financiero mundial encara el final del año pendiente de varios riesgos.

Los bancos centrales intentan evitar la recesión de sus economías.

La economía norteamericana avanza muy lentamente.

La Fed mantiene una estrategia monetaria expansiva con el fin de impulsar la economía.

El BCE rebaja el tipo de interés oficial hasta el 1,25%...

...aunque confirma que la inflación se mantendrá por encima de lo deseado.

La máxima autoridad monetaria mantiene las facilidades de liquidez para la banca.

miento para 2012, rebajando las estimaciones realizadas en junio (3,3%-3,7%) a una horquilla más ajustada de 2,5%-2,9%. De igual manera, las expectativas relativas al mercado laboral, ya de por sí escasamente optimistas en el corto plazo, también las han rectificado en la línea de un escenario de crecimiento más modesto. Prevén que la tasa de paro podrá experimentar una ligera mejoría desde los niveles actuales del 9% para situarse a finales de 2012 entre el 8,5% y el 8,7%.

Ante esta coyuntura, la Reserva Federal, siguiendo con su doble propósito de impulsar el crecimiento sostenido de la economía y mantener la estabilidad de precios, reitera su compromiso de mantener los tipos de interés en el rango mínimo del 0%-0,25% y confirma la continuidad de su programa de medidas excepcionales de política monetaria. Entre ellas destaca el programa de extensión del vencimiento medio de la deuda que tiene en su balance (*operación twist*) y la reinversión del principal y de los intereses de la deuda pública y de las cédulas hipotecarias, también en su cartera. En los últimos meses en los foros financieros se ha especulado sobre la posibilidad de que la Fed pudiera llevar a cabo un nuevo programa de compra de bonos, dentro de la serie de *quantitative easings* anteriores. A este respecto, la entidad, lejos de desmentir cualquier clase de rumor, sí que puntualizó que está en todo momento vigilante y preparada para modificar su cartera de activos en caso de necesidad.

Por su parte, en la eurozona el Banco Central Europeo recortó en su reunión de noviembre el tipo de interés rector en 25 puntos básicos hasta el 1,25%. Según el nuevo presidente de la entidad, el italiano Mario Draghi, la decisión del cambio de sentido de la política monetaria se adoptó de forma unánime, siendo este el primer recorte de los tipos de interés desde mayo de 2009.

Asimismo indicó que la decisión fue tomada sobre la base de las continuas presiones que desde los mercados financieros se están haciendo a la estabilidad de la eurozona y a la persistencia de los riesgos actuales, vinculados a la delicada situación financiera de los países de la periferia y a la desaceleración de la actividad global. También adelantó que esta coyuntura podría desencadenar una suave recesión de la economía de la región de cara a la recta final del año. No obstante, la decisión de reducir los tipos oficiales ha sido tomada en un escenario donde la tasa de inflación armonizada de la eurozona se sitúa en el 3%, el nivel más alto de los últimos tres años. Sobre la base de estos cambios en el contexto económico del área, el BCE adelantó que podría llevar a cabo una posible revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento de la eurozona sobre las cuales informaría en la próxima reunión del 8 de diciembre.

En cuanto a la actuación del BCE en la crisis de deuda soberana de la periferia de la región, la entidad siempre se ha mostrado dispuesta a actuar con el fin de solventar las tensiones en los mercados financieros, restaurar la confianza de los agentes y, sobre todo, intentar paliar los efectos desastrosos de la falta de financiación de las naciones en los mercados de capitales internacionales. En este campo, desde hace varios trimestres, el BCE ha puesto en marcha medidas no convencionales de cierta relevancia. En concreto nos referimos al amplio abanico de subastas de liquidez ilimitada a distintos vencimientos (1, 3 y 6 meses) a tipo de interés fijo, a las operaciones de refinanciación a largo plazo (LTRO) a 12 y 13 meses, con las mismas características que las facilidades de liquidez, y en último lugar a la compra de *covered bonds*. A través del uso de estas herramientas, la autoridad monetaria pretende facilitar el acceso a la financiación a las entidades bancarias de la eurozo-

na, que encuentran mayores dificultades en los mercados de capitales como consecuencia de la crisis de crédito.

Igualmente la participación del BCE está siendo crucial en aspectos de negociación entre los miembros de la eurozona afectados por la crisis, de supervisión (junto con la Comisión Europea y el FMI), y de regulación en la creación del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF). Pero donde verdaderamente está desarrollando un papel decisivo es en la adquisición de bonos públicos de los países en dificultades. A través de las compras en los mercados secundarios de renta fija, el BCE intenta mitigar los efectos del nerviosismo de los inversores, que presionan injustificadamente al alza las *yields* de los bonos de

estos países, en concreto de los italianos y españoles. Adicionalmente, en las últimas semanas ha quedado abierto el debate entre los países de la eurozona sobre si el BCE debería ser prestamista final de los Estados miembros o si deberían de ser otras las vías de solución de las tensiones de crédito.

Por su parte, el marco de las políticas monetarias de los países emergentes se encuentra en una fase de cambio, hacia unas estrategias menos restrictivas. Si bien durante la primera parte del año los bancos centrales de estos países luchaban por evitar los efectos derivados de niveles de crecimiento elevados, en la segunda mitad del año la desaceleración de los indicadores de actividad ha puesto de manifiesto el desfa-

El BCE compra deuda pública de España e Italia con el fin de reducir la tensión en los mercados de bonos.

Las políticas monetarias de los países emergentes comienzan a ser menos restrictivas.

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						
2010									
Noviembre	1,00	1,03	1,53	0,25	0,30	0,19	0,50	0,74	0,20
Diciembre	1,00	1,01	1,51	0,25	0,30	0,19	0,50	0,76	0,20
2011									
Enero	1,00	1,07	1,64	0,25	0,30	0,19	0,50	0,78	0,26
Febrero	1,00	1,09	1,77	0,25	0,31	0,19	0,50	0,80	0,10
Marzo	1,00	1,24	2,00	0,25	0,30	0,20	0,50	0,82	0,28
Abril	1,25	1,35	2,12	0,25	0,27	0,20	0,50	0,82	0,24
Mayo	1,25	1,43	2,14	0,25	0,25	0,20	0,50	0,83	0,26
Junio	1,25	1,55	2,16	0,25	0,25	0,20	0,50	0,83	0,28
Julio	1,50	1,61	2,18	0,25	0,26	0,20	0,50	0,83	0,24
Agosto	1,50	1,54	2,09	0,25	0,33	0,19	0,50	0,89	0,10
Septiembre	1,50	1,55	2,08	0,25	0,37	0,19	0,50	0,95	0,15
Octubre	1,50	1,59	2,12	0,25	0,43	0,20	0,50	0,99	0,57
Noviembre (1)	1,25	1,48	2,04	0,25	0,52	0,20	0,50	1,03	1,00

NOTAS: (1) Día 28.

(2) Tipo de interés marginal. Últimas fechas de variación del tipo mínimo: 5-03-09 (1,50%), 2-04-09 (1,25%), 7-05-09 (1,00%), 7-04-11 (1,25%), 7-07-11 (1,50%), 3-11-11 (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.

Los mercados interbancarios reflejan las tensiones generadas por la crisis europea.

La rentabilidad de la deuda de calidad se mantiene a la baja.

La actuación de la Fed en los mercados secundarios favorece el descenso de la *yield* a largo plazo.

se existente entre los tipos de interés restrictivos y la moderación de las tasas de crecimiento económico. A partir de ese momento, han sido muchos los bancos centrales que han modificado sus líneas de actuación con el fin de evitar una brusca caída de las expectativas de crecimiento. La principal herramienta sobre la que se está instrumentalizando el giro hacia una política más expansiva es a través de los descensos de los tipos de interés oficiales. El ejemplo más representativo de esta situación se está produciendo en Brasil, donde el banco central brasileño ha adoptado una política de recortes paulatinos de los tipos de interés (actualmente en el 11,0%) con el fin de impulsar el crecimiento de la economía, relegando a un segundo plano el objetivo de inflación, actualmente en el 7%. Adicionalmente también se han comenzado a retirar algunas medidas cuantitativas de carácter restrictivo.

Otro entorno donde la relevancia de los tipos de interés gana terreno es en los mercados interbancarios. Es precisamente a través de los tipos de interés donde se plasman las expectativas de los agentes sobre las posibles decisiones de los bancos centrales. Pero además, en los contextos de adversidad financiera como el actual, los tipos de interés reflejan el grado de las tensiones y la desconfianza entre unas entidades de crédito y otras a la hora de concurrir a los mercados de capitales. En el caso de Estados Unidos, la referencia del mercado interbancario es el tipo de interés *libor* (en dólares). Como viene ocurriendo desde el verano, la tendencia general de los tipos *libor* a lo largo de noviembre se ha mantenido alcista. Lejos de ser un reflejo del endurecimiento de la política monetaria de la Reserva Federal (que ha confirmado la continuidad del perfil laxo de su estrategia monetaria), el ascenso de los tipos parece estar más vinculado al aumento de la incertidumbre suscitado por la evolución de la crisis de deu-

da soberana europea. Por contra, en la eurozona las referencias de los tipos de interés *euribor* han experimentado un tenue descenso como consecuencia de la rebaja del tipo de interés rector en la región, y por la actuación del BCE comprando deuda de España e Italia.

La deuda de Estados Unidos lidera las preferencias de los inversores

Las tasas internas de rentabilidad (TIR o *yield*) de la deuda pública de las dos principales economías desarrolladas, Estados Unidos y Alemania, han vuelto a experimentar ligeros descensos a lo largo del mes de noviembre, situándolas nuevamente en torno a los niveles mínimos históricos. La razón principal que subyace en este movimiento es el ensalzamiento que los inversores han hecho de esta clase de activos como valores refugio ante la elevada volatilidad generada por la crisis soberana de la eurozona. En concreto, en Estados Unidos este aspecto se puso de manifiesto en la *yield* del bono a 10 años, que rompió a la baja la barrera del 2%, mientras que la TIR del bono a 2 años permaneció estable. Además del efecto de la afluencia de flujos de capital en busca de la calidad, el aumento del precio (y descenso de la rentabilidad) de la deuda a largo plazo se produjo también por dos aspectos. El primero, por la intervención de la Fed en los mercados de deuda a través de la *operación twist*, cuyo efecto supone un descenso de los tipos de interés a largo plazo y una flexibilización de las condiciones de financiación del sector privado. Y el segundo, por el pesimismo que se cierne sobre la negociación de un plan efectivo para reducir el déficit sobre el PIB norteamericano durante la próxima década. La ausencia de un acuerdo supondría la activación de un programa automático de recortes fiscales que lastraría las expectativas de crecimiento económico futuro.

TIPOS DE INTERÉS A LARGO PLAZO EN LOS MERCADOS NACIONALES

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

	Alemania	Francia	España	Italia	Estados Unidos	Japón	Reino Unido	Suiza
2010								
Noviembre	2,67	3,15	5,50	4,67	2,80	1,19	3,23	1,56
Diciembre	2,96	3,36	5,45	4,82	3,29	1,13	3,40	1,72
2011								
Enero	3,16	3,53	5,37	4,72	3,37	1,22	3,66	1,87
Febrero	3,17	3,55	5,39	4,84	3,43	1,26	3,60	1,90
Marzo	3,35	3,71	5,30	4,82	3,47	1,26	3,69	1,96
Abril	3,31	3,64	5,47	4,74	3,41	1,24	3,58	2,06
Mayo	3,02	3,39	5,36	4,78	3,06	1,17	3,29	1,82
Junio	3,03	3,41	5,45	4,88	3,16	1,14	3,38	1,73
Julio	2,54	3,23	6,08	5,87	2,80	1,08	2,86	1,36
Agosto	2,15	2,83	5,04	5,13	2,18	1,02	2,50	1,08
Septiembre	1,89	2,60	5,14	5,54	1,92	1,03	2,43	0,94
Octubre	2,03	3,10	5,54	6,09	2,11	1,05	2,44	1,00
Noviembre (*)	2,26	3,68	6,69	7,25	2,00	1,06	2,29	0,89

NOTA: (*) Día 28.

FUENTE: Bloomberg.

En el caso de la eurozona, la *yield* de la deuda pública alemana experimentó igualmente descensos tanto en el vencimiento a 2 como en el de 10 años (0,37% y 2%, respectivamente) en noviembre. Es un hecho constatable que, desde el inicio de la crisis soberana, la cotización de los bonos ha estado sujeta a los distintos episodios de la misma. Pero el miedo al contagio a otros países (como Italia, España, Francia y Bélgica), y los rápidos cambios políticos que se produjeron en Italia y en Grecia después de los acuerdos adoptados en octubre en la Cumbre del Euro, han realzado, más si cabe, a la renta fija alemana como un valor seguro frente a los bonos soberanos del resto de los miembros. No obstante, en la recta final del mes, esta circunstancia se vio alterada tras el mal resultado de la subasta de bonos alemanes a 10 años.

En cuanto a los países europeos en dificultades, el mes de noviembre ha estado marcado por el fuerte repunte de las pri-

mas de riesgo de la mayoría de las economías, en especial de la italiana y la española. Aunque en menor medida, el diferencial de la deuda francesa con el *bund* alemán también aumentó al hilo de las dudas de algunas agencias de *rating* sobre la capacidad de Francia para cumplir con sus objetivos de déficit y de la elevada exposición de su banca doméstica a la deuda de los países en el punto de mira. En este contexto de creciente inestabilidad, las compras del BCE de bonos italianos y españoles apenas pudieron calmar el nerviosismo de los inversores, testigos de cómo la presión de los mercados forzaba los cambios políticos en Grecia e Italia. El reflejo de esta circunstancia se ha trasladado a las recientes emisiones de bonos italianos y españoles, donde la *yield* ascendió intensamente guiada por el aumento de la aversión al riesgo. Se espera que, además de los avances que se están produciendo en el ámbito de los organismos de gobierno de la Unión Europea y del BCE, los nuevos líderes

El precio de los bonos alemanes refleja los avances hacia la solución de la crisis europea.

Los temores de los inversores presionan al alza las *yields* de la deuda de los países en dificultades.

El tipo de cambio del euro está sometido a un elevado grado de volatilidad como consecuencia de la crisis soberana.

políticos de la periferia implementen de manera rápida paquetes efectivos de austeridad, que permitan asegurar un cierto nivel de estabilidad financiera y el cumplimiento de los objetivos impuestos por el eurogrupo. En la medida en que estas premisas se cumplan y se vaya alcanzando un mayor grado de estabilización dentro de la eurozona, la tensión de los mercados de deuda debería ceder posiciones y acompañar a la mejora de la confianza de los inversores.

La volatilidad domina los mercados de divisas

En el contexto económico y financiero actual, los mercados de divisas se encuentran inmersos en una etapa de elevada volatilidad. La opinión de la mayoría de los analistas coincide en anticipar que esta

situación podría prolongarse durante los próximos meses sobre la base de la incertidumbre presente en los mercados financieros y de la desaceleración de las expectativas de crecimiento mundial. Entre los factores que generan movimientos de mayor intensidad en estos mercados destacan las actuaciones de los bancos centrales sobre el tipo de cambio de sus divisas (con fines proteccionistas), la variación de las expectativas de crecimiento económico y los incidentes relacionados con la crisis europea. Esta es precisamente una de las variables que está adquiriendo mayor relevancia en el intercambio entre el dólar y el euro. El convulso escenario político en el sur europeo, el miedo al contagio de la crisis a otros países como España y Francia y la falta de contundencia y rapidez en la implantación de las medidas de austeridad están siendo razones suficientes para que el euro haya perdido en noviembre

TIPOS DE CAMBIO DE LAS PRINCIPALES MONEDAS

28-11-2011

	Tipo de cambio	% variación (*)		
		Mensual	s/diciembre 2010	Anual
Frente al dólar de EEUU				
Yen japonés	77,7	2,4	-4,4	-8,5
Libra esterlina	0,642	-3,5	-0,2	0,0
Franco suizo	0,918	6,0	-1,8	-8,9
Dólar canadiense	1,033	4,0	3,4	1,5
Peso mexicano	13,995	7,1	11,8	10,7
Frente al euro				
Dólar de EEUU	1,338	5,4	0,0	-1,9
Yen japonés	103,9	-3,2	-4,4	-6,4
Franco suizo	1,229	0,6	-1,8	-6,8
Libra esterlina	0,859	-2,1	0,2	1,9
Corona sueca	9,253	2,4	2,9	0,9
Corona danesa	7,438	-0,1	-0,2	-0,2
Zloty polaco	4,518	4,1	12,3	9,5
Corona checa	25,76	4,2	2,9	3,2
Forint húngaro	308,9	1,8	9,8	8,2

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

FUENTE: Bloomberg.

cerca de un 3% con respecto a la divisa norteamericana.

La renta fija corporativa se resiente ante la crisis de la eurozona

Los mercados de renta fija corporativa han demostrado hasta el momento un comportamiento relativamente favorable en el contexto de la crisis financiera de los últimos tiempos. Los índices de renta corporativa han exhibido una notable resistencia ante la ralentización de la actividad económica global y la crisis de deuda soberana de la eurozona. Gracias a esta circunstancia parte de estos activos (los bonos de alta calidad) han sido elegidos por los inversores por su perfil de refugio y estabilidad, junto con el oro y la deuda a largo plazo norteamericana. Pero durante las últimas semanas, las turbulencias políticas en el seno de la periferia de la eurozona y su incidencia sobre la crisis soberana han desequilibrado las primas de riesgo de la renta fija privada, principalmente en Europa. En el segmento de los bonos de

alta calidad (*investment grade*) esta situación no ha hecho más que agravar las diferencias de los riesgos de crédito entre el mercado estadounidense y el europeo, haciendo a los ojos de los agentes más atractiva y segura la inversión en el primero. El principal reflejo del deterioro de la prima de riesgo se puede encontrar en los bonos de las entidades financieras de la eurozona, altamente presionadas por el agravamiento de la crisis de deuda soberana de la periferia. En un intento por paliar las tensiones del mercado y facilitar el acceso a la financiación a las entidades bancarias, el BCE ha reanudado el programa de compra de *covered bonds*. En cuanto al sector de los bonos de elevado riesgo y rentabilidad (*high yield*), después de la mejora de los índices en octubre, la incertidumbre en torno a la crisis europea y sus implicaciones sobre el potencial del crecimiento económico global han restado atractivo a esta clase de activos.

A pesar de lo anterior, los inversores internacionales siguen mostrando su preferencia por la deuda pública y los bonos

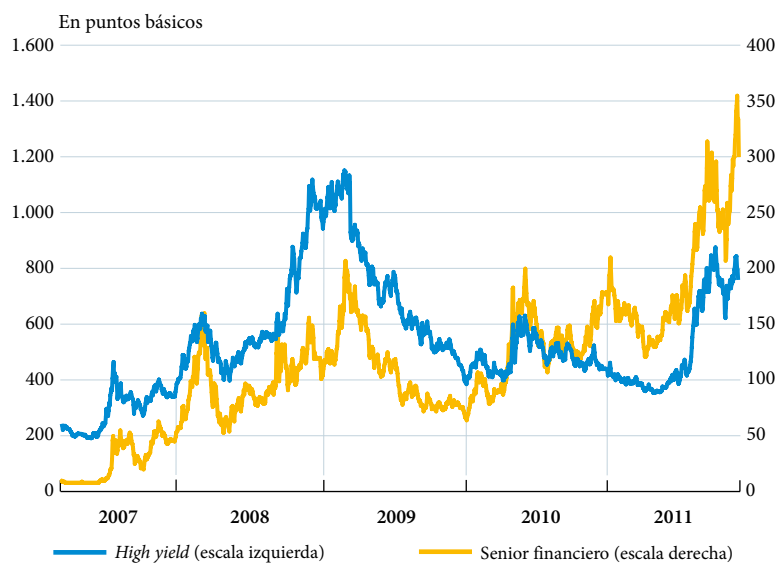
Las turbulencias financieras de la eurozona comienzan a afectar a los mercados de crédito corporativo.

En el escenario actual, los inversores siguen encontrando en los bonos de alta calidad una opción atractiva y segura.

Los bonos *high yield* pierden terreno ante la desaceleración de las expectativas de crecimiento global.

LAS PRIMAS DE RIESGO REFLEJAN LA INCERTIDUMBRE EN TORNO AL SECTOR FINANCIERO

Índices Markit iTraxx a 5 años



FUENTE: Bloomberg.

Los riesgos financieros actuales están penalizando las rentabilidades de la renta variable.

El aumento de las primas de riesgo en la eurozona hunde las cotizaciones del sector bancario.

corporativos de los países emergentes. La continua llegada de flujos inversores a estos mercados está presionando a la baja las rentabilidades, tanto de los bonos públicos como de los privados, hasta niveles históricamente bajos. El paulatino aumento de la afluencia de capital a estos mercados está siendo producto de la relajación de las políticas monetarias de estos países y de la mejora de la valoración crediticia de las empresas autóctonas.

Las bolsas no levantan cabeza

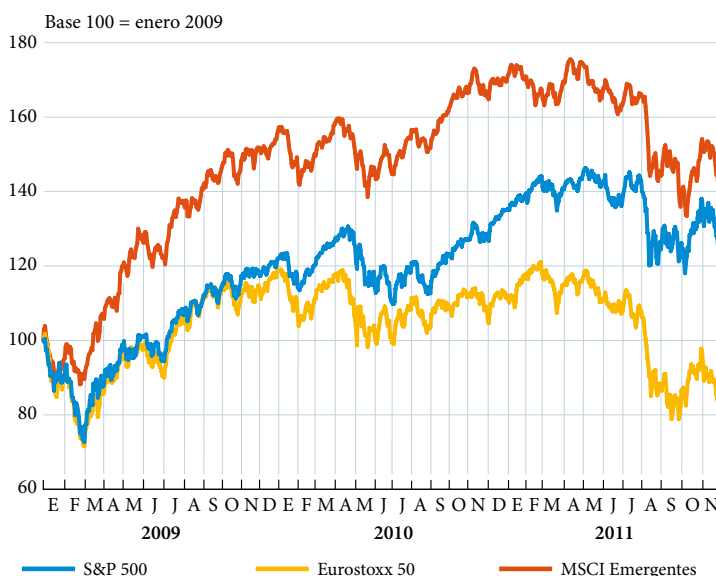
Un mes más, el comportamiento de las principales bolsas internacionales ha estado caracterizado por la debilidad y por la persistencia de un nivel de volatilidad elevado. Los temores que han atenazado los ánimos de los inversores han estado protagonizados por el pesimismo sobre la capacidad de negociación de los políticos de los planes fiscales eficientes en Estados Unidos y en la eurozona, por el creciente mie-

do al contagio de la crisis de deuda soberana europea al resto del mundo, y por las dudas en torno al ritmo de crecimiento de la economía global. De hecho este ha sido uno de los aspectos que ha ejercido mayores presiones bajistas en las bolsas durante el mes, ante los decepcionantes datos industriales de China y la moderación de las cifras de crecimiento de Estados Unidos. Con respecto a la capacidad de los líderes políticos de llevar a cabo la toma de decisiones de contundencia en el ámbito de las políticas fiscales, en los mercados financieros, y en concreto en los de renta variable, desde hace tiempo las decisiones de los inversores están acompañadas por un sentimiento de agotamiento ante la lentitud de las decisiones y sus implementaciones.

Pero el factor que quizás esté imprimiendo un mayor grado de aversión al riesgo entre los inversores es la delicada situación de la crisis de deuda soberana en la eurozona. La percepción de la escasa eficiencia y de lentitud de los resultados de las medidas

PERSISTEN LAS PRESIONES BAJISTAS EN LAS PRINCIPALES BOLSAS INTERNACIONALES

Índices de bolsas



FUENTE: Bloomberg.

ÍNDICES DE LAS PRINCIPALES BOLSAS MUNDIALES

28-11-2011

	Índice (*)	% variación mensual	% variación acumulada	% variación anual
Nueva York				
<i>Dow Jones</i>	11.231,8	-8,2	-3,0	1,3
<i>Standard & Poor's</i>	1.158,7	-9,8	-7,9	-2,6
<i>Nasdaq</i>	2.441,5	-10,8	-8,0	-3,7
Tokio	8.287,5	-8,4	-19,0	-17,5
Londres	5.277,6	-7,4	-10,5	-6,9
Zona del euro				
<i>Fráncfort</i>	5.660,4	-10,8	-18,1	-17,4
<i>París</i>	2.962,7	-11,5	-22,1	-20,5
<i>Ámsterdam</i>	281,5	-10,1	-20,6	-16,3
<i>Milán</i>	14.409,2	-13,5	-28,6	-27,4
<i>Madrid</i>	8.027,7	-13,0	-18,6	-15,9
Zúrich	5.504,2	-6,0	-14,5	-15,1
Hong Kong	18.037,8	-9,9	-21,7	-21,2
Buenos Aires	2.426,0	-19,5	-31,1	-26,5
São Paulo	54.894,5	-7,8	-20,8	-19,5

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

FUENTE: Bloomberg.

adoptadas, la ampliación de los *spreads* de crédito entre los países afectados y Alemania, y, sobre todo, el consiguiente pánico a un posible contagio de la crisis al resto de la eurozona y a los países acreedores de Europa son los principales argumentos que pesan sobre los índices europeos. El sector que está obteniendo el mayor castigo por parte de los inversores es el bancario, debido a la elevada exposición que presenta a la deuda soberana de la región y a las limitadas perspectivas de ganancias que presenta el sector en el nuevo entorno regulatorio más restrictivo.

Sin embargo, de cara al medio plazo las previsiones para las bolsas se presentan más esperanzadoras. Bajo el supuesto de que el riesgo de recesión de la economía global logrará evitarse, y de que los responsables políticos y monetarios conseguirán establecer las bases para la recuperación de la crisis europea, el potencial de revalorización de los activos de riesgo puede ser viable. Los argumentos principales sobre los que se apoya esta afirmación serían, de una parte, la extensión del ciclo de beneficios empresariales y, de otra, la reducción de los riesgos de crédito globales.

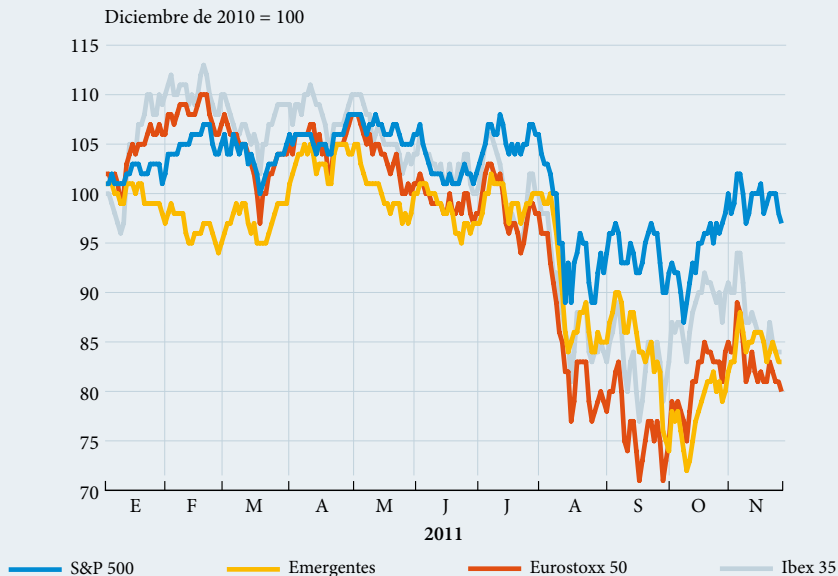
Las perspectivas para las bolsas de cara al medio plazo son más esperanzadoras.

El panorama bursátil es oscuro, ¿buen momento para comprar?

En la recta final de 2011, cuatro años después del estallido de la crisis *subprime*, las condiciones bajo las que se mueven los mercados financieros vuelven a presentar un tono sombrío, especialmente en Europa. Por un lado, el entorno macroeconómico está plagado de amenazas y rodeado de incertidumbre. El proceso de desapalancamiento de numerosos agentes (ya sean familias, bancos o Gobiernos) está inacabado, de modo que las trampas que conducen a la recesión acechan, en particular la crisis de deuda que castiga a la eurozona. Por desgracia, la capacidad de actuación de las autoridades políticas y económicas no inspira suficiente confianza, y los efectos de las medidas adoptadas y las que se puedan adoptar son dudosos. Por otro lado, y en gran medida como fruto de lo anterior, el apetito por el riesgo ha disminuido y la preferencia por la liquidez ha aumentado entre los inversores.

En la arena bursátil, el comportamiento de 2011 ha sido pobre en Estados Unidos, malo en los países emergentes y muy negativo en la eurozona, en especial su sector financiero. Esto no ha hecho sino extender aún más el prolongado periodo de estancamiento y elevada volatilidad que viven los mercados bursátiles occidentales desde hace años. La pregunta es si a partir del ejercicio entrante las condiciones tenderán a mejorar, propiciando un impulso de las cotizaciones, o si, por el contrario, continuará o incluso se agudizará la dinámica bajista.

EVOLUCIÓN DE LAS BOLSAS EN 2011



FUENTE: Datastream.

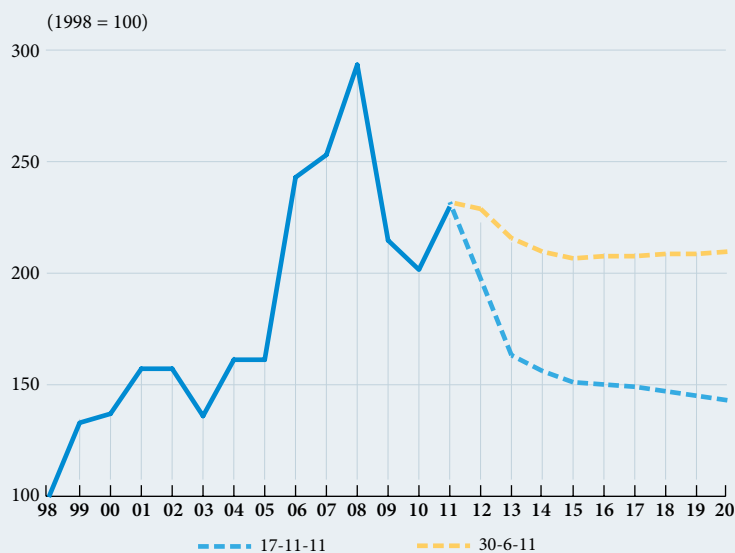
En primera instancia, los factores clave se encuentran en la evolución del ciclo macroeconómico global, en el desenlace de la crisis europea de deuda pública y sistema bancario y, para el caso de España, en la capacidad de ajuste presupuestario y reforma de la economía. Estas cuestiones se abordan con detalle en otros apartados de este volumen.⁽¹⁾ Sirva resaltar aquí que, con las cautelas oportunas, hay fundadas razones para inclinarse por un escenario

(1) Véanse en particular los otros tres recuadros, que revisan elementos destacados de cada uno de estos temas.

moderadamente positivo en los tres frentes, condicionado a que las instancias políticas tengan el suficiente grado de sensatez, coraje y acierto técnico. Si ese es efectivamente el curso de acción que se emprende a lo largo de 2012, las implicaciones serán favorables para los determinantes básicos de la valoración bursátil: los beneficios empresariales y la prima de riesgo. Ciertamente, la contribución de ambas variables será importante, pero en la singular coyuntura actual, con incertidumbre excepcionalmente elevada, la segunda cobra especial relevancia.

Las previsiones de los inversores sobre los beneficios y los dividendos empresariales han descendido durante la segunda mitad de 2011, a la vista de la desaceleración económica global y del recrudecimiento de la crisis de deuda europea. De hecho, tal como puede apreciarse en el gráfico siguiente, el deterioro de las expectativas⁽²⁾ ha sido especialmente duro en la eurozona, circunstancia atribuible a la elevada ponderación del sector bancario en sus parqués (casi un 25% en el índice seleccionado). En efecto, los reiterados mensajes de que las entidades bancarias de la región necesitan mejorar su solvencia, recurriendo si es necesario a ampliar capital y contener el pago de dividendos, han sido un elemento trascendental en ese brusco cambio de perspectivas.

DIVIDENDOS POR ACCIÓN EN LA EUROZONA: EVOLUCIÓN HISTÓRICA Y EXPECTATIVAS



FUENTE: Bloomberg.

En cualquier caso, la expectativa de un nivel de dividendos por acción para los próximos cuatro años del mismo orden de magnitud que el de quince años atrás difícilmente puede tacharse de optimista o inflada, salvo que se anticipe una debacle en el proyecto del euro, desplomes de bancos y recesión profunda y larga. En la medida en que se espere un escenario no catastrofista para la eurozona, parece que beneficios y dividendos bien podrían sorprender al alza estas cifras esperadas por el mercado. La situación es distinta para Estados Unidos, donde las

(2) El gráfico se refiere a las cotizaciones de los contratos de futuros sobre los dividendos por acción de las empresas que integran el índice Eurostoxx 50, interpretándolas como una *proxy* de las expectativas del conjunto de inversores. También han descendido las estimaciones de consenso de los analistas profesionales, pero en este caso desde y hasta niveles más altos, dado el tradicional sesgo de estos agentes hacia la sobreestimación, así como su inercia.

expectativas de los inversores, aunque no exageradas, resultan más generosas, y por lo tanto vulnerables a contratiempos no esperados en el ciclo económico.

La cuestión a resaltar es que esa proyección para la eurozona supone, a los niveles actuales del índice, una rentabilidad por dividendos (RpD) del orden del 4%, una cota que se sitúa en el rango superior de las observadas en las últimas décadas. De nuevo, la situación es otra en Estados Unidos, ya que la valoración allí es mucho más exigente, ofreciendo un atractivo moderado. También señalan lo mismo para ambas regiones otros indicadores de valoración bursátil, como el PER ajustado al ciclo o la q de Tobin.

RENTABILIDAD POR DIVIDENDOS EN LA EUROZONA



FUENTE: Datastream.

El factor que subyace en la relativamente elevada RpD en la eurozona es, presumiblemente, un aumento de la prima de riesgo bursátil.⁽³⁾ Esta interpretación es concordante con la información que se deriva de otros indicadores, tales como las encuestas de sentimiento a inversores de todo tipo, el nivel de las primas de riesgo en la deuda soberana y corporativa, la volatilidad implícita en las opciones de renta variable, la elevada correlación entre diferentes activos, etc. Por otro lado, diversos estudios académicos⁽⁴⁾ han puesto de manifiesto que históricamente los aumentos de la ratio RpD se han explicado en su mayor parte por alzas de la prima de riesgo y, consecuentemente, han supuesto en promedio una mejora de la rentabilidad posterior a medio plazo (vía el propio cobro de dividendos y/o la revalorización de las acciones).

Se han ofrecido diversas explicaciones teóricas de las causas por las que aumenta o disminuye la prima de riesgo. Unas descansan en líneas argumentales en las que se considera que el comportamiento de los inversores no es plenamente racional, sino que adolece de limitaciones cognitivas en la apreciación del valor fundamental de los

(3) Esto es también de aplicación a otras ratios, como el PER o el PBV.

(4) Véase J. Cochrane, «Discount Rates», *The Journal of Finance*, Vol. LXVI, NO. 4 2011, y John Campbell, S. Giglio y Ch. Polk, «Hard Times», *Harvard University Working Papers*, 2011.

activos, haciéndoles sucumbir a las modas, a los pánicos⁽⁵⁾ y a otras variedades de sesgos psicológicos.⁽⁶⁾ Otras preservan el paradigma de racionalidad, e incluso la capacidad de los agentes para apreciar el valor fundamental, y apelan a la disminución de la tolerancia al riesgo por parte de los inversores cuando, en épocas de crisis económica y creciente desempleo, ven amenazados su renta y su consumo.⁽⁷⁾ También se ha relacionado conceptualmente la prima de riesgo con la existencia de fricciones financieras (como por ejemplo las crisis de liquidez) y con las imperfecciones en la información. Sea como fuere, la situación por la que atraviesa actualmente la eurozona presenta toda la gama de elementos mencionados.

Una acertada identificación de las causas de las oscilaciones de la prima de riesgo es importante para los responsables de política económica cuando diseñan las medidas de estabilidad financiera, como también lo es para los inversores, particularmente los que maniobran en el corto plazo y, por consiguiente, dependen críticamente de su dinámica. Para los que se orientan al medio y largo plazo, lo importante es tener presente lo arriba señalado: un incremento de la RpD asociado a un aumento de la prima de riesgo, cualquiera que sea su origen, significa en última instancia rendimientos futuros potencialmente más atractivos. Bajo esta premisa, tras los acontecimientos de los últimos tiempos, invertir en una cartera diversificada de acciones europeas constituye una opción que ha ganado notable atractivo para el medio plazo; más allá de que planea una baja probabilidad de que en 2012 todavía pudiera decepcionar.

(5) Por ejemplo, Andrew Haldane, «Risk Off», Bank of England, Speeches, 2011.

(6) Por ejemplo, U. Malmendier y S. Nagel, «Depression Babies: Do Macroeconomic Experiences Affect Risk-Taking?», *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 126 (1), 2011.

(7) Por ejemplo, Cochrane (2011) *op.cit.*

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

Actividad económica

Aumenta el riesgo de recaída en recesión.

Los brotes verdes se marchitan en invierno

El deterioro del crecimiento del producto interior bruto (PIB) se va confirmando y, con ello, va aumentando el riesgo de que la economía española vuelva a entrar en recesión en los próximos trimestres. El *double dip* (recesión en w) parece que está servido. Ahora, la gran incógnita es la magnitud y la duración del proceso recesivo. En principio, todo apunta a que será temporal y poco profundo, pero la incertidumbre se mantiene en cotas muy elevadas.

De momento, los datos de crecimiento del tercer trimestre no fueron demasiado

alentadores. Como en los últimos trimestres, la demanda interna mantuvo su intenso proceso de ajuste. Esta vez, uno de los principales responsables fue el comportamiento del consumo privado, que retrocedió un 0,1% en términos intertrimestrales, perdiendo así el terreno ganado en el segundo trimestre. La reestimación de la serie histórica también supuso un cambio importante. La tendencia positiva que exhibía, con un crecimiento intertrimestral promedio del 0,4% entre el último trimestre de 2009 y el segundo de 2011, ha pasado a ser del 0,1%.

Tampoco el consumo público contribuyó positivamente al avance del PIB, más bien

INDICADORES DE DEMANDA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2010	2011	2010			2011		
			IV	I	II	III	Septiembre	Octubre
Consumo								
Producción de bienes de consumo (*)	0,8	-0,6	0,1	-1,5	-0,8	0,7	0,6	...
Importación de bienes de consumo (**)	-9,5	-3,0	-13,7	-1,1	-8,7	1,2	2,9	...
Matriculaciones de automóviles	3,1	-19,7	-29,3	-27,3	-26,4	-0,7	-1,3	-6,7
Crédito al consumo de bienes duraderos	-12,3	-12,1	-14,6	-13,9	-10,1	...	-	-
Indicador de confianza de los consumidores (***)	-20,9	-17,4	-21,0	-19,6	-16,1	-15,8	-17,0	-19,6
Inversión								
Producción de bienes de equipo (*)	-3,3	2,6	-3,2	3,0	2,5	2,3	0,5	...
Importación de bienes de equipo (**)	6,5	-1,5	4,8	2,3	-4,9	-1,5	3,1	...
Matriculación de vehículos industriales	7,0	-3,9	1,4	-2,2	-11,2	5,8	9,4	-7,0
Comercio exterior (**)								
Importaciones no energéticas	10,3	2,4	5,4	7,4	-0,7	0,8	2,1	...
Exportaciones	15,6	11,9	15,3	16,0	9,0	10,9	7,8	...

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

(**) En volumen.

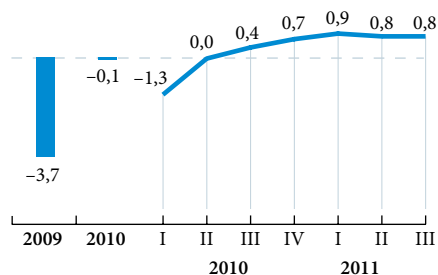
(***) Encuesta de la Comisión Europea: diferencia entre los porcentajes de respuestas positivas y negativas.

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

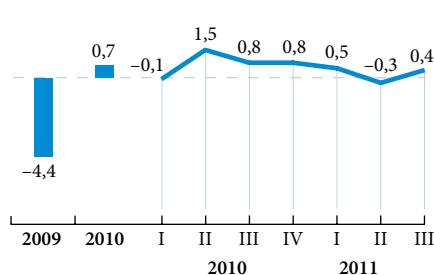
EVOLUCIÓN DEL PIB DE ESPAÑA POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual (*)

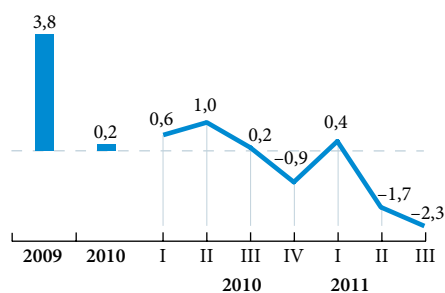
PIB



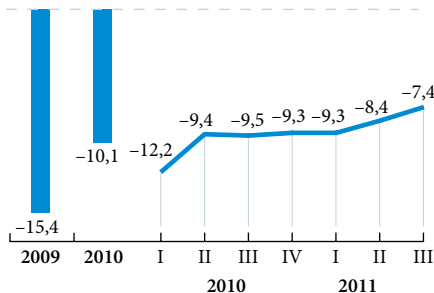
Consumo de los hogares



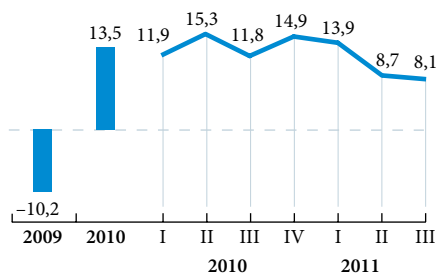
Consumo público



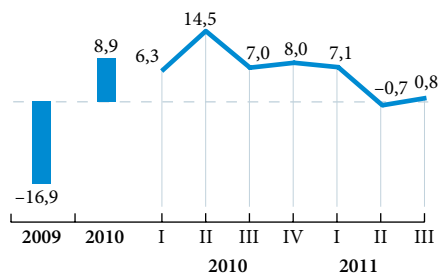
Inversión en construcción



Exportaciones de bienes y servicios



Importaciones de bienes y servicios



NOTA: (*) Datos corregidos de efectos estacionales y de calendario.
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

lo contrario. Las intensas medidas de contención del gasto público están empezando a traducirse en importantes retrocesos del consumo público. Concretamente, en el tercer trimestre este retrocedió un 1,1%, situando así la tasa de variación interanual en el -2,3%, 5 décimas por debajo del registro del trimestre anterior.

Los datos referidos a la inversión fueron algo mejores, gracias a la evolución de la

inversión en bienes de equipo y transporte. Tras el importante retroceso del segundo trimestre, del 1,3%, en el tercero avanzó un 2,3% y dejó la tasa de variación interanual en el 2,5%. Sin embargo, la inversión en construcción dio un paso atrás. Ya esperábamos que seguiría retrocediendo, pero la magnitud, un 1,9% en términos intertrimestrales, fue superior a lo esperado.

El consumo público y el privado caen respecto al trimestre anterior.

INDICADORES DE OFERTA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2010	2011	2010			2011		
			IV	I	II	III	Septiembre	Octubre
Industria								
Consumo de electricidad (1)	2,9	-0,5	2,2	0,4	0,4	-1,2	-1,3	-3,7
Índice de producción industrial (2)	0,8	-0,3	0,4	1,8	-1,1	-1,5	-1,8	...
Indicador de confianza en la industria (3)	-13,8	-11,5	-9,2	-8,6	-10,9	-14,4	-16,0	-13,8
Utilización capacidad productiva (4)	72,0	73,3	72,9	72,6	74,7	73,3	-	72,7
Importación bienes interm. no energ. (5)	24,6	5,6	18,2	12,2	3,8	0,9	1,6	...
Construcción								
Consumo de cemento	-15,4	-15,6	-17,3	-2,4	-16,6	-21,0	-19,8	-28,4
Indicador de confianza en la construcción (3)	-29,7	-55,3	-41,5	-54,1	-55,4	-58,6	-64,2	-49,0
Viviendas (visados obra nueva)	-17,3	-13,1	-20,3	-6,8	-19,4	...	...	...
Licitación oficial	-37,9	-35,0	-34,9	-37,9	-24,7	...	...	...
Servicios								
Ventas comercio minorista (6)	-1,0	-5,1	-1,9	-5,9	-5,1	-4,3	-5,6	...
Turistas extranjeros	1,0	8,0	1,5	2,9	10,4	8,5	9,2	8,0
Ingresos turismo	3,9	9,6	5,4	6,7	12,2	...	...	...
Mercancías ferrocarril (t-km)	6,4	5,8	-4,2	8,2	1,8	7,7	16,4	...
Tráfico aéreo pasajeros	2,9	6,8	4,3	5,0	10,6	6,2	7,6	2,3
Consumo de gasóleo automoción	-1,2	-3,1	-1,6	-1,6	-4,6	...	...	...

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

(2) Filtrado de diferencias del calendario laboral.

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

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

(5) En volumen.

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

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

La variación de la tasa de ahorro será clave en la evolución del consumo.

En su conjunto, por lo tanto, la demanda interna retrocedió un 0,4% respecto al trimestre anterior y, según los indicadores adelantados del cuarto trimestre, su evolución seguirá una tendencia claramente bajista. El índice de confianza del consumidor, por ejemplo, descendió 2,6 puntos porcentuales, hasta situarse en los -19,6 puntos, un nivel que no alcanzaba desde abril de este año. También el sector del automóvil vuelve a atravesar momentos difíciles. En octubre, las matriculaciones retrocedieron un 6,7% en términos interanuales, 5,4 puntos porcentuales menos que en septiembre.

Tampoco los indicadores de oferta referentes al cuarto trimestre nos permiten ser demasiado optimistas. El consumo de electricidad anotó un importante retroceso en octubre, del 3,7% en términos interanuales, y el índice de confianza de la industria, aunque mejoró sensiblemente respecto al registro de septiembre, se mantiene en niveles relativamente bajos.

Con todo, uno de los factores más preocupantes a corto plazo es cómo responderán el consumo privado y la inversión tras la agudización de las tensiones en los mercados de deuda soberana y el importante

repunte de la tasa de paro en el tercer trimestre. Ambos factores aumentan la incertidumbre sobre las perspectivas económicas de hogares y empresas y, en estas situaciones, ambos suelen aumentar el ahorro por motivos de precaución. Ello es precisamente lo que ocurrió en 2009, cuando la tasa de ahorro repuntó súbitamente del 13,6% de la renta disponible de los hogares hasta el 18,5% en un año. De momento no se está observando este comportamiento, pero para evitar que acabe sucediendo es de suma importancia que los principales líderes europeos aceleren el proceso de reformas y de implementación de las medidas aprobadas en la última cumbre, como por ejemplo la puesta en marcha del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF). Dado que la capacidad de intervención del Banco Central Europeo en los mercados de deuda pública parece ser limitada, una actuación rápida, efectiva y decidida del FEEF es muy importante.

En este contexto de debilitamiento de la demanda interna, todas las cartas de la recuperación española están depositadas en la misma cesta: la aportación del sector exterior. En el tercer trimestre de este año volvió a ser decisiva. En términos intertrimestrales la contribución al crecimiento del PIB fue del 2,0%. Ello fue posible, sobre todo, por el fuerte avance de las exportaciones, que subieron hasta el 3,1% en términos intertrimestrales, un punto porcentual por encima del avance promedio durante el último año. Las importaciones, en cambio, se mantuvieron más débiles y solo avanzaron un 1,6%, reflejando, en buena medida, la debilidad del conjunto de la demanda interna de la economía española.

Otro de los grandes riesgos que acecha la economía española es, por lo tanto, un deterioro del sector exterior. Y ello, dadas las circunstancias que están atravesando

los principales países europeos, no parece un escenario poco probable. Más bien lo contrario. A pesar de los buenos datos del PIB del tercer trimestre que han ofrecido Alemania y Francia, ambos países han visto cómo los principales indicadores adelantados de sus respectivas economías se han ido deteriorando de forma importante durante los últimos meses. Lo mismo está sucediendo para el conjunto de la eurozona. El consenso de economistas, que en junio situaba el crecimiento esperado del PIB de 2012 en el 1,7%, ahora lo sitúa en el 0,4%, un nivel similar al que prevé el Área de Estudios y Análisis Económico de "la Caixa", del 0,3% concretamente.

En estas circunstancias, por lo tanto, será muy difícil que el sector exterior pueda seguir impulsando con el mismo vigor la recuperación de la economía española. Por lo tanto, el crecimiento previsto del PIB para el conjunto de 2012 lo hemos reducido sensiblemente, del 1,1% hasta el 0,2%. La contribución del sector exterior esperamos que siga siendo positiva, del 1,2% concretamente, 0,9 puntos porcentuales menos que en 2011. La demanda interna, como se ha comentado, muy probablemente sufrirá un moderado retroceso, del 1,0%.

Aunque pensamos que los riesgos de la nueva previsión están adecuadamente balanceados al alza y a la baja, es importante resaltar que el grado de incertidumbre que la rodea es muy elevado. Dada la naturaleza de la situación económica, son múltiples los factores que pueden modificar el curso de la actividad económica en los próximos trimestres de forma sustancial. Entre ellos destaca, como se ha comentado anteriormente, la capacidad de resolución de la crisis de deuda soberana. Si se acelera, las perspectivas de crecimiento de la economía española podrían mejorar notablemente.

El posible deterioro del sector exterior ennegrece la recuperación.

Mercado de trabajo

El paro roza los 5 millones, con una tasa del 21,5%.

¿De vuelta a los años noventa?

La encuesta de población activa (EPA) correspondiente al tercer trimestre ha sido contundente a la hora de confirmar el progresivo deterioro de nuestro mercado laboral. El número de parados aumentó en 144.700 personas y ya contabilizan 4.978.300, muy cerca de los psicológicos 5 millones de desempleados. De esta manera, la tasa de paro se incrementó en poco más de 6 décimas respecto al trimestre anterior y alcanza el 21,5%. Hay que remontarse a mediados de la década de los noventa para encontrar tasas similares. ¿Pero son realmente comparables estos dos periodos?

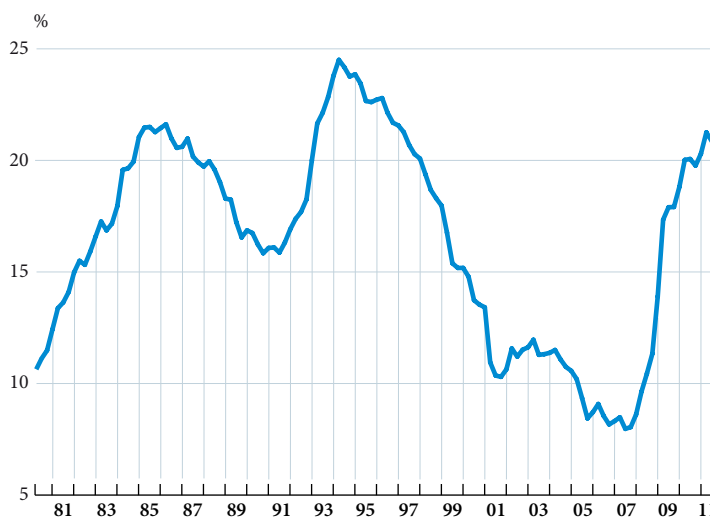
La última vez que la tasa de paro se situó por encima del 20% la economía necesitó más de 5 años para recuperarse. Hoy, el

mercado laboral español lleva casi dos años por encima de esa magnitud y de acuerdo a nuestras previsiones necesitará al menos 3 años más, hasta 2014, para que más del 80% de los que quieren trabajar puedan hacerlo. Las perspectivas en el corto plazo, en el contexto actual de enfriamiento económico, no son nada halagüeñas.

Los datos de la contabilidad nacional trimestral desvelaron el estancamiento del producto interior bruto (PIB) en el tercer trimestre y, de acuerdo a nuestras previsiones, la actividad se contraerá hasta alcanzar tasas negativas a comienzos del año próximo. En este contexto, los datos del mercado laboral seguirán empeorando durante 2012 para alcanzar una tasa de paro cercana al 22,5% a finales del año que viene.

LA TASA DE PARO REPUNTA HASTA MÁXIMOS HISTÓRICOS

Paro sobre población activa



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística (INE).

EMPLEO ESTIMADO

Tercer trimestre 2011

	Ocupados (miles)	Variación trimestral		Variación acumulada		Variación anual		% participación
		Absoluta	%	Absoluta	%	Absoluta	%	
Por sectores								
Agricultura	707,7	-33,5	-4,5	-96,8	-12,0	-46,3	-6,1	3,9
No agrarios	17.448,5	-113,3	-0,6	-155,1	-0,9	-344,3	-1,9	96,1
<i>Industria</i>	2.576,3	-1,4	-0,1	-46,5	-1,8	-24,3	-0,9	14,2
<i>Construcción</i>	1.370,7	-59,5	-4,2	-201,8	-12,8	-297,4	-17,8	7,5
<i>Servicios</i>	13.501,5	-52,4	-0,4	93,2	0,7	-22,6	-0,2	74,4
Por empleadores								
Sector privado	14.935,7	-149,8	-1,0	-304,0	-2,0	-435,2	-2,8	82,3
Sector público	3.220,6	3,1	0,1	52,1	1,6	44,7	1,4	17,7
Por situación profesional								
Asalariados	15.179,4	-113,0	-0,7	-134,8	-0,9	-276,9	-1,8	83,6
<i>Contrato indefinido</i>	11.228,9	-160,7	-1,4	-285,0	-2,5	-277,6	-2,4	61,8
<i>Contrato temporal</i>	3.950,4	47,5	1,2	150,1	3,9	0,5	0,0	21,8
No asalariados	2.968,9	-33,3	-1,1	-115,2	-3,7	-116,5	-3,8	16,4
<i>Empresarios empleadores</i>	935,5	-17,2	-1,8	-77,7	-7,7	-72,5	-7,2	5,2
<i>Empresarios no empleadores</i>	1.909,7	4,0	0,2	-23,6	-1,2	-17,9	-0,9	10,5
<i>Ayudas familiares</i>	123,7	-20,1	-14,0	-13,9	-10,1	-26,1	-17,4	0,7
Otros	8,0	-0,4	-4,8	-1,9	-19,2	2,9	56,9	0,0
Por tiempo de ocupación								
A tiempo completo	15.757,7	42,7	0,3	-176,0	-1,1	-417,1	-2,6	86,8
A tiempo parcial	2.398,5	-189,5	-7,3	-76,0	-3,1	26,6	1,1	13,2
Por sexos								
Varones	10.034,0	-32,8	-0,3	-175,7	-1,7	-342,2	-3,3	55,3
Mujeres	8.122,2	-114,0	-1,4	-76,3	-0,9	-48,4	-0,6	44,7
TOTAL	18.156,3	-146,7	-0,8	-251,9	-1,4	-390,5	-2,1	100,0

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

El empeoramiento de las perspectivas se puede percibir en el aumento de 144.700 desempleados en el tercer trimestre, por lo que son ya 403.600 las personas que han engrosado las listas del paro en los últimos 12 meses. Este dato es inusual, ya que el estío suele proveer datos positivos y esta temporada de verano ha sido excepcionalmente buena en el sector turístico. Aun así, el sector servicios destruyó 45.900 puestos de trabajo y junto con la construcción, que dejó de emplear a 26.000 personas, suma casi el 50% del aumento del desempleo. Si el sector industrial disminuyó su número

de parados (23.400) y la agricultura solo ascendió ligeramente, el otro gran responsable del incremento del número de desempleados hay que buscarlo en las personas que buscan empleo por primera vez, grupo que aumentó en 48.000 personas, y aquellos que perdieron su empleo hace más de un año (incremento en 40.700).

Es precisamente este último colectivo uno de los más preocupantes, ya que los parados de larga duración representan más del 48% del total de desempleados y son estos los que tienen más difícil la reinserción

La construcción y los servicios, responsables del 50% del incremento del paro.

PARO ESTIMADO

Tercer trimestre 2011

	Parados	Variación trimestral		Variación anual		% participación	Tasa de paro
		Absoluta	%	Absoluta	%		% sobre población activa
Por sexos							
Hombres	2.674,0	65,9	2,5	193,8	7,8	53,7	21,0
Mujeres	2.304,4	78,8	3,5	209,8	10,0	46,3	22,1
Por edades							
Menores de 25 años	917,9	31,3	3,5	57,2	6,6	18,4	45,8
Resto	4.060,4	113,3	2,9	346,4	9,3	81,6	19,2
Por situación personal							
Paro de larga duración	2.398,5	88,4	3,8	428,2	21,7	48,2	-
Buscan primer empleo	458,2	48,1	11,7	79,8	21,1	9,2	-
Resto	2.121,6	8,1	0,4	-104,4	-4,7	42,6	-
TOTAL	4.978,3	144,6	3,0	403,6	8,8	100,0	21,5

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

El sector público crea empleo mientras el privado lo destruye a buen ritmo.

laboral. Asimismo, el número de hogares con todos sus miembros activos en paro aumenta un 10,3% respecto al año anterior y alcanza 1.425.200 hogares. Además, en el tercer trimestre de 2011, por primera vez en la última década, menos del 70% de los hogares con personas activas tienen a todos sus miembros trabajando. Estos datos tienen consecuencias no solo sociales, sino también económicas, ya que aumenta el número de familias que se declaran en quiebra y se reduce la capacidad de consumo de los hogares. Además, el deterioro del mercado laboral puede llevar a muchos individuos a aumentar el ahorro como medida de precaución, lo que limitaría aún más la recuperación del consumo.

Uno de los datos más sorprendentes de la última EPA es el hecho de que el sector público haya seguido aumentando su peso en el conjunto de los asalariados. En el tercer trimestre de 2011, el 21,2% de todos los asalariados eran empleados públicos, cuatro puntos más que al inicio de la crisis en 2007. El sector público aumentó en el último trimestre 3.100 personas su número de empleados, en comparación con el trimes-

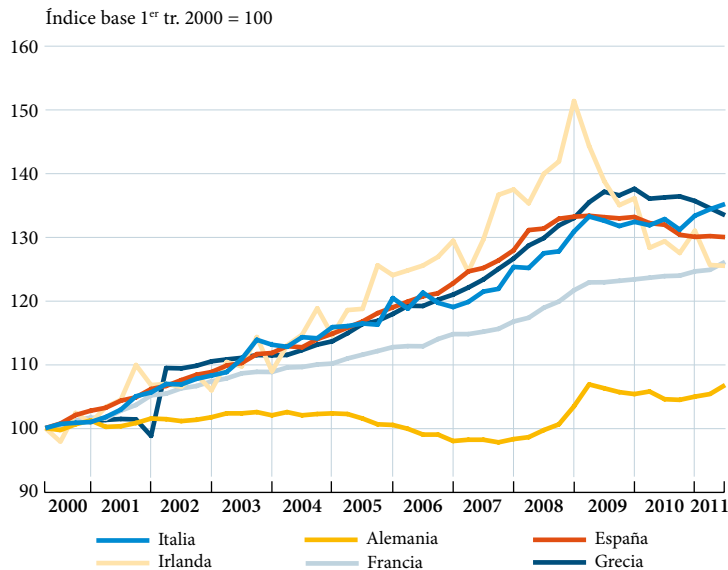
tre anterior, y suma ya un incremento de 347.400 empleados públicos desde comienzos de 2008. En contraposición, el sector privado destruyó en ese mismo período 1.985.400 puestos de trabajo asalariado, 116.100 solamente en el último trimestre.

En esta misma dinámica, la ocupación registró un retroceso interanual del 2,1% (146.800 personas menos en el último trimestre), por lo que el total de ocupados en España asciende a 18.156.300 individuos. Lo más preocupante es el descenso continuado de empresarios con trabajadores y autónomos, que en el último año descendieron un 7,2% y un 3,8% respectivamente, ya que constituyen una parte muy importante del tejido económico y laboral de nuestra economía.

La única lectura positiva derivada de la destrucción de la ocupación es que esta disminuye a un ritmo más rápido que la ralentización del PIB, por lo que mejora la productividad aparente. Así, la productividad por trabajador creció el 2,7% en el último trimestre, 8 décimas más que el trimestre anterior. Por su parte, el coste labo-

LOS COMPETIDORES EUROPEOS TAMBIÉN MEJORAN SU COMPETITIVIDAD

Costes laborales unitarios



FUENTES: Eurostat y elaboración propia.

ral unitario descendió un 2,1%, por lo que en 2011 la economía sigue la tendencia de los últimos años y continúa mejorando su competitividad. Si este análisis lo realizamos en términos reales, el ajuste es aún mayor, ya que el coste laboral unitario real se redujo un 3,6% en 2010 y la mejora será aún mayor en 2011. Dado que este fenómeno de mejora de la productividad no es exclusivo de nuestra economía, España deberá perseverar para recuperar su competitividad ante sus más cercanos competidores europeos.

Prueba de la capacidad de nuestra economía para recuperarse son unos índices de competitividad esperanzadores, ahora bien, cuánto tiempo exactamente necesitará el empleo para recuperarse nos remi-

te a la pregunta inicial. Si bien la crisis de los años noventa y la actual presentan similitudes en cuanto al mercado laboral, no son directamente comparables la una con la otra. Mientras que en la década de los noventa se experimentó una crisis principalmente de oferta y se afrontó una profunda reconversión industrial, la presente es una crisis fundamentalmente de demanda, lastrada por las turbulencias aún presentes en la eurozona, el desapalancamiento del conjunto de la economía y la reasimilación de los empleados en la burbuja inmobiliaria (principalmente el sector de la construcción). Aunque la recuperación sea lenta y las perspectivas empeoren en el corto plazo, parece que ya caminamos en la buena dirección.

La economía recobra competitividad y sienta las bases de la recuperación.

Precios

El IPC cae una décima y se sitúa en el 3,0% en octubre.

La media anual de la inflación en 2012 se situará en torno al 1,4%.

La inflación persiste, pero no por mucho tiempo

La inflación debería ser lo último que nos preocupe ahora mismo. Aunque la tasa de variación interanual del Índice de Precios al Consumo (IPC) se situó en el 3,0% en octubre, con una caída de apenas una décima respecto al mes anterior, la tendencia casi plana de los últimos cuatro meses tiene visos de desaparecer. Dada la coyuntura actual, nuestra previsión es que la inflación alcance cotas cercanas al 2,4% a final de año y que esta tendencia continúe en 2012, cuya media anual se situaría en torno al 1,4%.

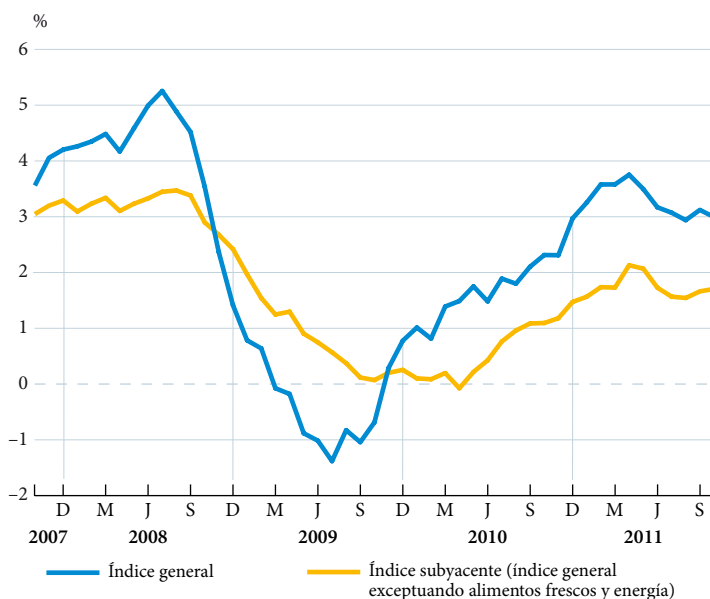
¿En qué se sustenta esta previsión? Los indicadores económicos adelantados no son precisamente alentadores. La confianza del consumidor ha caído en octubre por tercer

mes consecutivo (al igual que el indicador del sentimiento económico) y se halla casi 5 puntos por debajo de su media histórica. Por su parte, las ventas minoristas llevan todo el año en tasas interanuales negativas, mientras que la producción industrial ha ido empeorando a lo largo del año y en septiembre registró una disminución del 1,5%. Los datos desvelados en la contabilidad nacional del tercer trimestre muestran un magro crecimiento del consumo del 0,4% y un consumo público en claro retroceso.

Las presiones inflacionistas podrían reducirse aún más si la incertidumbre se mantiene en niveles elevados y los diversos agentes económicos acaban aumentando la tasa de ahorro como medida de precaución, lo que disminuiría el consumo. El deterioro de las expectativas ya muestra su cara más amar-

LA INFLACIÓN CONTINÚA CASI PLANA, DE MOMENTO

Variación interanual del IPC



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

ga en una caída de la ocupación del 1,9% en el tercer trimestre. La pérdida de 327.000 empleos netos, una tasa de paro del 21,52% y una remuneración de asalariados que cae un 1,2% (y lleva siendo negativa casi tres años) invitan a ser poco optimistas respecto a la evolución del consumo en el corto plazo.

Prueba del deterioro de las expectativas a nivel internacional es la revisión a la baja del crecimiento europeo llevada a cabo por la Comisión Europea. Incluso el Banco Central Europeo (BCE), de mano del recién investido presidente Mario Draghi, rebajó los tipos de interés al 1,25% a principios de noviembre a pesar de que la inflación de la eurozona se mantuvo estable en el 3,0% en el mes de octubre, lejos del 2% que tiene como objetivo el propio BCE.

Este cambio en los tipos de interés es muy improbable que genere presiones inflacionistas, ya que las medidas extraordinarias de liquidez, presentes en el sistema en los últimos meses, han tenido muy poco efecto en la economía real, síntoma de que los vehículos de transmisión de la política monetaria no están bien engrasados. Además, Francia ha presentado sus presupues-

tos más austeros de los últimos 50 años, con objetivo de mantener su máxima calificación crediticia, y las medidas fiscales expansivas presentadas en Alemania no son de suficiente envergadura como para generar presiones inflacionistas en la eurozona. Por tanto, la tendencia de la inflación de la eurozona presenta un perfil descendente.

La tasa de variación interanual del Índice de Precios al Consumo Armonizado (IPCA) de la eurozona, situada en el 3,0%, se explica tanto por el cambio metodológico como por la inflación del componente energético, que, junto al alcohol y el tabaco, evitaron un descenso de la inflación europea. Prueba de la importante contribución del peso de la energía es que la inflación subyacente, que excluye alimentos no elaborados y productos energéticos, se mantuvo constante en octubre en el 2,0%.

Si la situación está tan deteriorada y aún puede empeorar más, ¿por qué los precios en España no han comenzado a caer ya? La inflación española contabilizó en octubre una variación interanual del 3,0%, muy cerca de las cotas alcanzadas en los tres meses anteriores. Este registro supone

Las presiones inflacionistas disminuyen tanto en España como en Europa.

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	1,2	1,4	3,8
Mayo	0,2	0,8	1,8	0,0	1,4	3,5
Junio	0,2	1,0	1,5	-0,1	1,2	3,2
Julio	-0,5	0,6	1,9	-0,5	0,7	3,1
Agosto	0,3	0,8	1,8	0,1	0,8	3,0
Septiembre	0,1	0,9	2,1	0,3	1,0	3,1
Octubre	0,9	1,8	2,3	0,8	1,8	3,0
Noviembre	0,5	2,4	2,3			
Diciembre	0,6	3,0	3,0			

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO POR GRUPOS DE COMPONENTES

Octubre

	Índices (*)	% variación mensual		% variación s/diciembre anterior		% variación anual	
		2010	2011	2010	2011	2010	2011
Por clases de gasto							
Alimentos y bebidas no alcohólicas	110,6	0,1	0,1	0,1	1,6	0,4	2,2
Bebidas alcohólicas y tabaco	150,9	0,0	1,0	8,6	4,0	8,5	10,4
Vestido y calzado	105,2	9,8	10,3	-2,8	-3,1	0,3	0,3
Vivienda	125,6	1,4	0,4	5,0	5,5	5,4	6,3
Menaje	109,2	0,5	0,5	0,6	0,6	0,9	1,0
Medicina	96,0	-0,4	0,2	-1,1	-0,3	-1,0	-0,5
Transporte	118,1	0,2	-0,2	6,3	4,7	6,9	7,6
Comunicaciones	97,1	-0,2	-0,6	-0,7	-1,5	-0,8	-1,6
Ocio y cultura	97,2	-0,8	-0,8	-1,4	-0,3	-0,8	0,0
Enseñanza	120,3	1,4	2,0	2,1	2,7	2,3	2,9
Hoteles, cafés y restaurantes	115,2	-0,2	-0,3	1,7	1,3	1,5	1,3
Otros	115,6	0,3	0,1	2,5	2,4	2,7	2,7
Agrupaciones	0,0						
Alimentos con elaboración	117,8	0,1	0,3	0,9	2,7	1,1	4,4
Alimentos sin elaboración	109,8	0,3	-0,1	1,9	0,2	2,1	0,9
Conjunto no alimentario	112,2	1,1	0,9	2,0	1,8	2,6	2,9
Bienes industriales	110,4	2,5	2,1	2,6	2,2	3,7	4,3
<i>Productos energéticos</i>	<i>136,4</i>	<i>1,3</i>	<i>0,1</i>	<i>11,1</i>	<i>10,1</i>	<i>12,6</i>	<i>14,5</i>
<i>Carburantes y combustibles</i>	<i>133,5</i>	<i>0,3</i>	<i>0,2</i>	<i>12,3</i>	<i>10,2</i>	<i>14,3</i>	<i>16,2</i>
<i>Bienes industriales sin productos energéticos</i>	<i>101,6</i>	<i>2,9</i>	<i>3,0</i>	<i>-0,4</i>	<i>-0,7</i>	<i>0,6</i>	<i>0,6</i>
Servicios	114,1	-0,2	-0,2	1,3	1,4	1,5	1,6
Inflación subyacente (**)	110,3	0,9	1,0	0,7	0,9	1,1	1,7
ÍNDICE GENERAL	113,0	0,9	0,8	1,8	1,8	2,3	3,0

NOTAS: (*) Base 2006 = 100.

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

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

La temporada de invierno incrementa los precios respecto a septiembre.

el descenso de una décima respecto a la variación interanual del mes anterior, debido a la menor presión inflacionista de la vivienda y el transporte, que subieron un 6,3% y un 7,6% respectivamente.

Esto fue posible gracias a la estabilidad de los precios de la electricidad en octubre, frente al incremento de los mismos en 2010, y al descenso de los precios de los carburantes y lubricantes que bajan este mes en claro contraste con la subida del anterior octubre. La partida que más presionó al

alza fue la de bebidas alcohólicas y tabaco, debido al fuerte incremento que experimentó el mes pasado y que aún afecta al cálculo de la inflación. Dado que la inflación subyacente excluye los alimentos no elaborados y los productos energéticos, esta se mantuvo estable en el 1,7%.

Respecto a la variación mensual, el IPC se incrementó 0,8 décimas respecto al mes anterior, lo que supone el tercer mes consecutivo de incrementos mensuales. En esta ocasión, el responsable es el inicio de

INDICADORES DE INFLACIÓN

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	Precios agrarios	Índice de precios industriales					Precios de importación			Deflactor del PIB (*)	
		Índice general	Bienes de consumo	Bienes de equipo	Bienes intermedios	Bienes energéticos	Total	Bienes de consumo	Bienes de capital		Bienes intermedios (**)
2010											
Septiembre	8,0	3,4	0,2	0,5	4,0	9,1	9,2	6,9	1,8	10,6	-
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	2,1	11,0	1,4
Diciembre	8,5	5,3	1,3	0,7	5,7	13,5	10,4	8,1	2,5	11,8	-
2011											
Enero	3,7	6,8	1,5	1,0	6,8	17,3	11,7	7,3	2,0	12,2	-
Febrero	1,3	7,6	1,9	0,9	7,9	18,5	11,1	6,2	1,4	13,1	1,8
Marzo	-5,2	7,8	2,1	1,2	8,0	18,6	10,8	5,4	1,5	11,6	-
Abril	-4,7	7,3	2,5	1,3	7,1	17,1	10,0	4,0	1,6	10,3	-
Mayo	-8,1	6,7	2,6	1,3	6,6	15,4	8,7	2,9	0,8	8,2	2,0
Junio	6,7	6,7	2,6	1,2	6,5	15,4	7,8	2,6	0,6	6,9	-
Julio	5,1	7,5	2,8	1,4	6,8	17,9	9,1	3,3	1,0	8,0	-
Agosto		7,1	2,7	1,3	6,2	17,2	8,9	2,4	0,9	7,3	1,5
Septiembre		7,1	2,5	1,2	5,6	18,4	9,6	3,2	1,2	6,6	-

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

(**) Excepto energía.

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

la temporada de invierno, que incrementó un 10,3% el precio del vestido y calzado. Y es también el invierno parcialmente culpable del incremento del gasóleo para calefacción y gas, que presiona al alza, todo lo contrario que el ocio y la cultura, así como hoteles y viajes que se ven afectados en sentido contrario por el elemento estacional.

En definitiva, las tasas interanuales de inflación de los últimos periodos en torno al 3,0% desaparecerán en los próximos meses para enfilar un perfil claramente descendente. La atonía de la demanda, jun-

to con un futuro inmediato incierto, retrotraerá aún más el consumo y presionará a la baja la inflación, que se mantendrá por debajo del 2% en 2012.

Estas previsiones se han hecho de acuerdo al supuesto de estabilidad de los precios del petróleo en los próximos meses. En caso de fluctuaciones en esta partida, podríamos ver variar unas décimas tanto la inflación de la eurozona como, sobre todo, la española, ya que esta última es especialmente sensible a las oscilaciones de los precios energéticos.

Oscilaciones del precio del petróleo podrían desviar nuestras previsiones.

Sector exterior

El sector exterior mantiene su contribución positiva al crecimiento en el tercer trimestre.

El déficit energético sigue ampliándose

La economía española se estancó entre julio y septiembre de 2011. Como ya ocurrió en los trimestres precedentes, el dinamismo de la demanda exterior, con una contribución al crecimiento de cuatro décimas en este periodo, neutralizó la debilidad de la demanda interna. Este buen comportamiento es resultado del crecimiento real de las exportaciones, que prácticamente dobla al de las importaciones. De cara a los próximos trimestres, el menor impulso del comercio mundial y la ralentización del crecimiento de la economía europea apuntan hacia una desaceleración en el ritmo de las exportaciones. Sin embargo, la atonía de la demanda interna, con la consiguiente ralentización de las

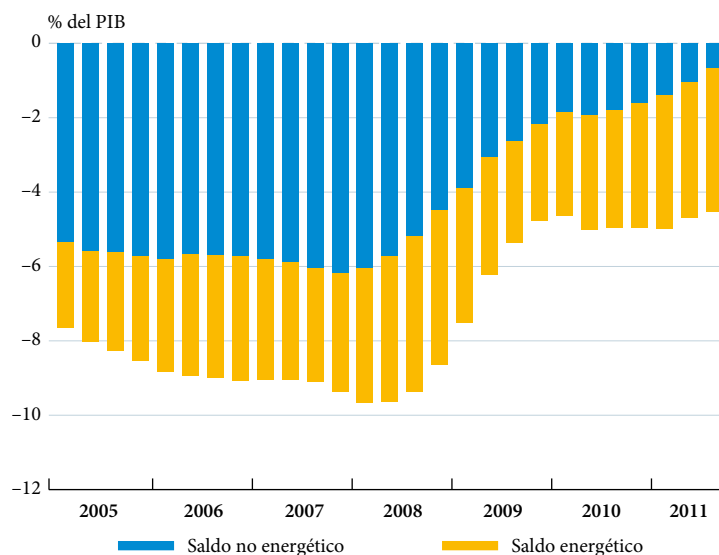
importaciones, mantendrá la contribución positiva de la demanda exterior durante 2012. En este contexto, es importante preguntarse por la evolución futura del saldo comercial.

Los datos disponibles del mes de septiembre muestran, por segundo mes consecutivo, un nuevo aumento del déficit comercial. Este alcanzó, en términos acumulados de los últimos doce meses, los 48.428 millones de euros, 1.000 millones por encima del saldo registrado dos meses atrás. El ligero repunte de las importaciones durante estos meses de verano explica dicho deterioro.

Sin embargo, el desglose de las importaciones muestra que la mayor parte de su aumento interanual fue resultado del incremento de sus precios. Este comportamiento

EL DÉFICIT ENERGÉTICO FRENA LA CORRECCIÓN DEL DESEQUILIBRIO COMERCIAL

Saldo acumulado durante los últimos cuatro trimestres respecto el PIB del mismo periodo



FUENTES: Ministerio de Economía y elaboración propia.

to difiere del observado en las exportaciones. La principal razón es el mayor peso del componente energético en el caso de las primeras. Como consecuencia, el aumento de los precios de los productos energéticos, superior al 25% en ese mes, repercutió con mayor intensidad a la variación del valor de las entradas de bienes extranjeros.

Ante esta tesitura, el déficit energético acumulado durante los últimos doce meses continuó ampliándose hasta alcanzar el 3,8% del producto interior bruto (PIB) en septiembre. Esta cifra se sitúa medio punto por encima de la ratio de diciembre de 2010. A pesar de ello, el buen comportamiento del componente no energético, con una caída del 1,6% al 0,7% del PIB en este periodo, permitió reducir el déficit total en cuatro décimas, hasta el 4,5% del

PIB. De acuerdo con nuestras perspectivas de mantenimiento del precio del petróleo en los niveles actuales, el déficit energético seguirá ampliándose hasta el primer trimestre de 2012, aunque a un ritmo cada vez menor.

Además de la presión del precio de los productos energéticos sobre el déficit a corto plazo, su evolución también dependerá del comportamiento del mercado europeo, que abarca alrededor del 65% de las exportaciones españolas. La ralentización del crecimiento prevista para los países miembros de la Unión Europea apunta hacia un menor ritmo de crecimiento de las exportaciones durante la primera mitad del año. De hecho, los datos de septiembre ya muestran algún indicio de esta desaceleración, con un crecimiento de las

El aumento del precio de los productos energéticos intensifica el crecimiento de las importaciones.

El déficit comercial se reduce hasta el 4,5% del PIB impulsado por el componente no energético.

COMERCIO EXTERIOR

Enero-septiembre 2011

	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	
Por grupos de productos								
Energéticos	41.688	29,0	22	9.780,3	57,3	6,2	-31.908	23,5
Bienes de consumo	44.616	2,4	23	51.198,4	12,3	32,4	6.582	114,8
<i>Alimenticios</i>	11.883	5,5	6	18.636,4	8,7	11,8	6.754	156,8
<i>No alimenticios</i>	32.733	1,3	17	32.562,0	14,5	20,6	-171	99,5
Bienes de capital	12.547	-2,8	6	13.765,6	21,5	8,7	1.219	109,7
Bienes intermedios no energéticos	94.854	11,0	49	83.477,3	16,3	52,8	-11.377	88,0
Por áreas geográficas								
Unión Europea	101.089	5,5	52	104.263,0	14,0	65,9	3.174	103,1
<i>Zona del euro</i>	81.879	6,2	42	83.136,9	10,6	52,5	1.258	101,5
Otros países	92.616	18,1	48	53.958,6	24,1	34,1	-38.658	58,3
<i>Rusia</i>	6.838	53,8	4	1.864,9	33,3	1,2	-4.973	27,3
<i>EEUU</i>	7.831	16,9	4	6.079,5	28,1	3,8	-1.751	77,6
<i>Japón</i>	2.424	-7,2	1	1.345,5	29,0	0,9	-1.078	55,5
<i>América Latina</i>	12.467	20,9	6	9.048,2	25,1	5,7	-3.419	72,6
<i>OPEP</i>	20.580	23,2	11	6.103,3	24,8	3,9	-14.476	29,7
<i>Resto</i>	42.476	12,8	22	29.517,2	22,1	18,7	-12.959	69,5
TOTAL	193.705	11,2	100	158.221,6	17,3	100,0	-35.483	81,7

FUENTES: Ministerio de Economía y elaboración propia.

El precio del petróleo y la ralentización de la economía europea determinarán el saldo comercial en 2012.

El déficit corriente acelera su ritmo de contracción en agosto...

...y se acerca a nuestra previsión del 4% del PIB para 2011.

exportaciones hacia Europa del 4,8% interanual, frente al 19,3% del mes anterior. Sin embargo, el efecto sobre el saldo comercial dependerá de la reducción de las importaciones. En este aspecto, una contracción de la demanda española de bienes extranjeros superior a la disminución de las exportaciones permitiría reducir el déficit comercial en 2012.

El turismo acelera el ritmo de contracción del déficit corriente

A pesar del leve deterioro del saldo de bienes, el déficit corriente acumulado durante los últimos doce meses aceleró su ritmo de contracción en agosto, con una caída del 18,0% interanual. Esta corrección respon-

de al buen comportamiento de la balanza de servicios y de transferencias, superiores a los aumentos del déficit registrados en las balanzas de bienes y rentas.

Por otro lado, esperamos que el déficit de la balanza de rentas acumulado durante doce meses mantenga su tendencia creciente hasta finales de año. Entre diciembre de 2010 y agosto de 2011, este ha aumentado en más de 5.000 millones de euros, hasta los 27.106, debido al mayor coste de financiación de la deuda pública y privada española. Con todo, esperamos que la corrección del desequilibrio corriente se ralentice durante los últimos meses del año, acercándose a un déficit del 4,0% del PIB en 2011.

BALANZA DE PAGOS

Agosto 2011

	Acumulado año		Doce últimos meses		
	Saldo en millones de euros	% variac. anual	Saldo en millones de euros	Variación anual	
				Absoluta	%
Balanza corriente					
Balanza comercial	-27.544	-13,7	-42.769	5.861	-12,1
Servicios					
<i>Turismo</i>	21.525	14,2	29.639	3.110	11,7
<i>Otros servicios</i>	2.235	-	2.761	2.689	-
Total	23.761	24,0	32.400	5.799	21,8
Rentas	-20.340	34,0	-27.106	-3.593	15,3
Transferencias	-6.247	-8,5	-6.540	1.625	-19,9
Total	-30.370	-12,6	-44.015	9.691	-18,0
Cuenta de capital	3.960	-10,3	5.838	137	2,4
Balanza financiera					
Inversiones directas	-7.091	-	-4.675	-2.819	152,0
Inversiones de cartera	-5.651	-	19.872	-15.471	-43,8
Otras inversiones	21.860	-	39.872	66.143	-
Total	9.117	-	55.069	47.853	-
Errores y omisiones	-6.296	77,4	-5.201	263	-4,8
Variación de activos del Banco de España	23.590	-53,7	-11.692	-57.545	-

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

Se intensifican las tensiones en los mercados de deuda pública

Durante los últimos meses de 2011 ha tenido lugar un recrudecimiento de las tensiones en los mercados europeos de deuda. Además, estas se han extendido entre la mayoría de países de la zona del euro, dejando de ser un problema que afectaba básicamente a los países periféricos. En el caso español, todo ello se ha reflejado en una nueva ampliación del coste de financiación de la deuda pública de noviembre, que se situó en niveles similares a los anteriores a la adopción del euro. Su corrección durante el próximo año dependerá, por un lado, de la suavización de las turbulencias a nivel europeo y, por el otro, de la consecución de los obje-

tivos fiscales marcados en el plan de estabilidad.

Hasta el momento, las reformas en Italia y los cambios de Gobierno en el país transalpino y en Grecia no han logrado frenar el contagio de las dudas de los inversores a otras economías. España ha sido una de las principales damnificadas. Así, la rentabilidad del bono soberano a diez años rozó los 500 puntos básicos de diferencia con su homólogo alemán, alcanzando el 6,8%. Solamente la intervención del Banco Central Europeo (BCE), con la compra de títulos de deuda italiana y española, logró aliviar de forma temporal dichas tensiones.

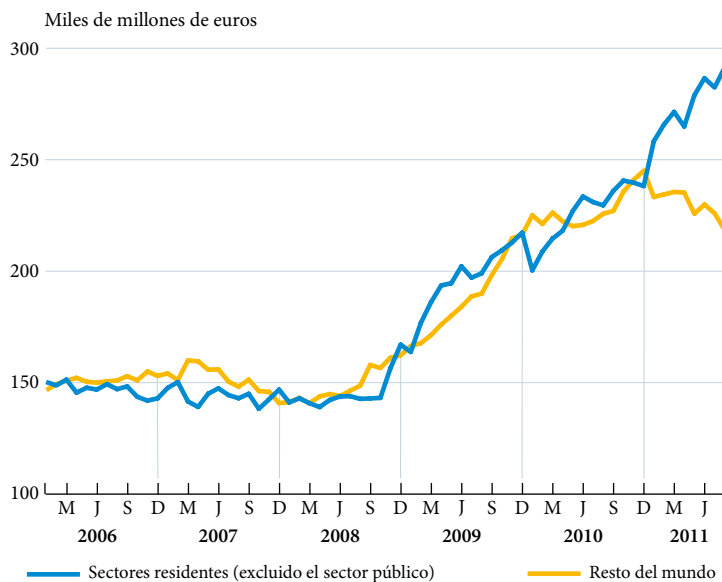
La volatilidad en el mercado secundario ha repercutido en las recientes emisiones

Las tensiones en los mercados de deuda soberana se intensifican...

...y elevan los costes de financiación de la deuda pública española hasta máximos desde la adopción del euro.

RETROCEDE LA DEUDA DEL ESTADO EN MANOS DE INVERSORES EXTRANJEROS

Deuda del Estado por sectores de contrapartida



FUENTE: Banco de España.

El déficit de caja del Estado alcanza los 31.081 millones de euros.

de deuda por parte del Tesoro. Las subastas de letras a 12 y 18 meses se colocaron a unos tipos de interés del 5,0% y del 5,2% respectivamente, un punto y medio por encima de las realizadas un mes atrás. En los títulos a 10 años, este incremento fue mayor, situándose en el 6,98%. Unos niveles que no se alcanzaban desde el año 1997.

En este contexto de incertidumbre respecto a la evolución de las tensiones en los mercados de deuda soberana, se observa una importante desinversión por parte de los inversores extranjeros. La reducción de sus carteras de deuda del Estado español así lo confirma. Como muestra el gráfico anterior, las tenencias de la deuda en manos de no residentes disminuyeron en 26.762 millones de euros durante los primeros ocho meses del año. Un fenómeno que, muy probablemente, se ha intensificado durante las turbulencias de los últimos meses.

En clave de futuro, es de suma importancia reducir los costes de financiación de la deuda pública. Especialmente ante los elevados vencimientos que deberá afrontar el sector público el año que viene, cercanos a 120 mil millones de euros. De no ser así, los mayores pagos de intereses y la debilidad de la recuperación económica española durante la primera mitad del año, dificultarán el proceso de ajuste de los elevados desequilibrios fiscales registrados hasta el momento.

De hecho, el presupuesto de caja del Estado de septiembre muestra cierta ralentización en la corrección del déficit. Así, mientras que el déficit acumulado durante la primera mitad del año resultaba ser un 23,7% menor al del mismo periodo del año anterior, los datos hasta septiembre muestran un ajuste menor, del 18,1%, que sitúa el déficit en 31.081 millones de euros.

Los motivos de este menor ritmo de contracción se encuentran principalmente en el lado de los ingresos del Estado. La aplicación del nuevo sistema de financiación de las comunidades autónomas no permite su comparación con los datos de 2010. A pesar de ello, si tomamos los datos agregados correspondientes al Estado y a las comunidades, estos registraron una importante contracción en septiembre, del 6,5% interanual. La caída de la recaudación a través del Impuesto del Valor Añadido (IVA) y del Impuesto de Sociedades, en 298 y 775 millones de euros respectivamente, son los principales motivos.

Por lo que respecta a los pagos, observamos un menor gasto en inversión real del Estado respecto a los primeros nueve meses de 2010. Esta reducción compensa los aumentos en el gasto de personal y en el pago de los intereses en el mismo periodo.

Parece difícil, por lo tanto, que el déficit del Estado se sitúe por debajo del objetivo especificado en el programa de estabilidad, del 4,8% del PIB español. Como consecuencia, no existirá margen para absorber las desviaciones del déficit esperadas en el resto de organismos, principalmente de las comunidades autónomas, a diferencia de lo ocurrido en 2010. En esta línea encontramos las nuevas previsiones de la Comisión Europea que sitúan el déficit público de 2011 en el 6,6% del PIB, 6 décimas por encima del objetivo del Gobierno.

De concretarse esta desviación, las tensiones sobre la deuda soberana española se mantendrán elevadas durante los próximos meses. Ante esta posibilidad, resultaría conveniente que el nuevo ejecutivo elegido en noviembre actúe con celeridad, para mantener la confianza entre los inversores.

Se reducen los ingresos por impuestos directos e indirectos en septiembre.

La Comisión Europea sitúa la nueva previsión de déficit público para 2011 en el 6,6% del PIB.

La crisis de la deuda soberana pasa factura

Las tensiones en los mercados de deuda soberana europea no se disipan, más bien lo contrario. Cada vez son más los países que ven como las rentabilidades que el mercado exige a su deuda pública son mayores. Ya no se trata de un fenómeno que solo afecta a los llamados países periféricos, sino que países como Austria, Bélgica o Francia han visto como a lo largo del mes de noviembre su prima de riesgo aumentaba de forma considerable. España no se ha mantenido al margen y también ha sufrido un aumento importante de las rentabilidades exigidas a su deuda. Todo ello, por lo tanto, dificulta el ajuste del gasto público en un momento especialmente crítico. La reducción del déficit público debe tener la máxima prioridad si se quiere evitar que la deuda entre en una espiral expansiva, pero, al mismo tiempo, el aumento de la prima de riesgo dificulta la consecución de este objetivo. En este contexto, hay dos preguntas que cobran una relevancia especial: ¿cuál está siendo el impacto del aumento de la prima de riesgo sobre el erario público español? Y, sobre todo, ¿qué margen de maniobra tiene la economía española?

El aumento de los tipos de interés ha sido generalizado en todos los plazos de la deuda pública española hasta alcanzar niveles similares a los de 1997. La rentabilidad de las letras a un año, concretamente, ha aumentado en 435 puntos básicos (p.b.) desde verano de 2009, para situarse en el 5,1% en noviembre. Menos intenso ha sido el incremento en el caso de los títulos a 5 y 10 años, de 287 p.b. y 256 p.b. respectivamente. Destaca, en el caso de estos últimos, la distinta evolución de sus homólogos alemanes, cuya rentabilidad se ha reducido en 156 p.b. desde agosto de 2009. Esta caída responde al carácter de activo refugio conferido al bono germano (*bund*), considerado un activo exento de riesgo. Como resultado, su demanda aumenta en los periodos de mayor incertidumbre en los mercados, lo que encarece su precio a cambio de una mayor garantía de estabilidad. Fruto de estas distintas tendencias, el diferencial entre ambas rentabilidades (comúnmente denominado como prima de riesgo) ha aumentado en 412 p.b. durante los dos últimos años.

En este contexto, no es de extrañar que el coste de la deuda por el pago de intereses vaya en aumento. En el primer semestre de 2011, por ejemplo, aumentó el 26,3% respecto al mismo periodo del año anterior. Ello se debe, en parte, al mayor coste de financiación de las emisiones de deuda. Otro factor importante ha sido el incremento del volumen de deuda durante los últimos años: entre 2007 y 2010 la deuda pública como porcentaje del PIB aumentó en 25 puntos porcentuales, elevándose hasta el 61,0% del PIB.

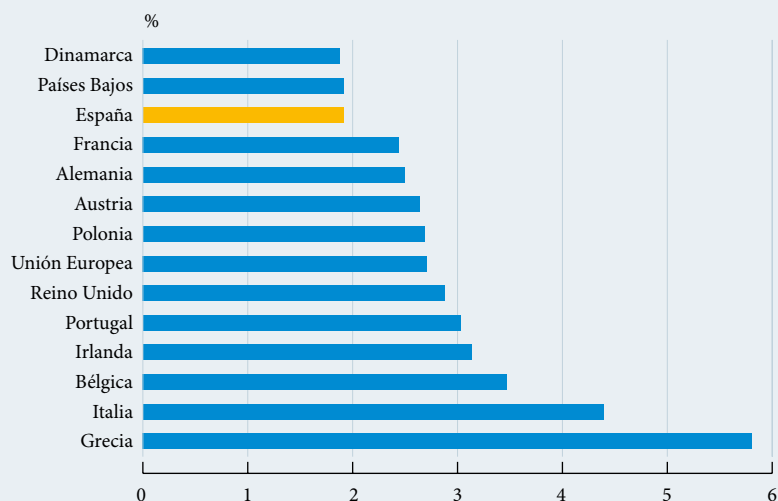
De todas formas, es importante precisar que, pese a este aumento significativo, la deuda todavía se mantiene en un nivel relativamente moderado. El promedio para los países de la zona del euro en 2010 equivalía al 85,6% del PIB. Ello ha permitido que hasta la fecha el coste de la deuda pública fuera significativamente menor en España. En 2010 se mantuvo en el 1,9% del PIB, solamente por encima de Dinamarca y a la par con los Países Bajos. Incluso Alemania, con menores costes de financiación, presentó una carga por el pago de intereses superior, del 2,5% del PIB en ese mismo año.

No obstante, según las previsiones de la Comisión Europea, España será uno de los países donde esta cifra registrará un mayor aumento entre 2010 y 2013, concretamente de siete décimas del PIB. Solamente Italia y los tres países rescatados por la Unión Europea (Grecia, Irlanda y Portugal) sufrirán un mayor deterioro. Dado que el ajuste del déficit público será progresivo, la deuda pública seguirá aumentando hasta estabilizarse, muy probablemente, alrededor del 75% del PIB.⁽¹⁾ El aumento de la deuda pública, por lo tanto, será mucho menor que el experimentado entre 2007 y 2010, pero seguirá presionando al alza el gasto por pago de intereses.

(1) Para más información véase Pina J. D.: «Perspectivas de la deuda pública española». Documento de trabajo de "la Caixa".

LA CARGA DE LOS INTERESES SIGUE SIENDO DE LAS MÁS REDUCIDAS DE EUROPA

Pagos por intereses en relación con el PIB. 2010



FUENTE: Comisión Europea.

Por otro lado, el tipo de interés exigido a la deuda pública española difícilmente se ajustará rápidamente a los niveles anteriores a la crisis y, por lo tanto, ello también seguirá presionando el coste de la deuda. En aras de poder determinar el margen de maniobra de la economía española, analizamos tres escenarios distintos.⁽²⁾ El primero asume que las tensiones en los mercados de deuda pública van disipándose progresivamente a lo largo de 2012 y que, a partir de 2013, la consolidación de la reactivación económica europea lleva al Banco Central Europeo (BCE) a subir progresivamente el tipo de interés de referencia. La rentabilidad de los bonos y letras del Estado, por lo tanto, se reducirían levemente durante los próximos dos años por la reducción de la prima de riesgo, y volverían a subir a partir de 2014 debido al aumento del tipo de interés de referencia del BCE. En este escenario de recuperación gradual, las rentabilidades de los títulos a un año, 5 años y 10 años se situarían a largo plazo en el 4,2%, el 4,8% y el 5,2% respectivamente, lo que elevaría progresivamente el coste medio hasta el 5,0%, y la carga de los intereses se estabilizaría alrededor del 3,4% del PIB, un nivel similar al registrado a finales del siglo pasado. Esta cifra, aunque supera ampliamente a la registrada en 2010, permite que la deuda pública entre en una senda de corrección a partir de 2015.

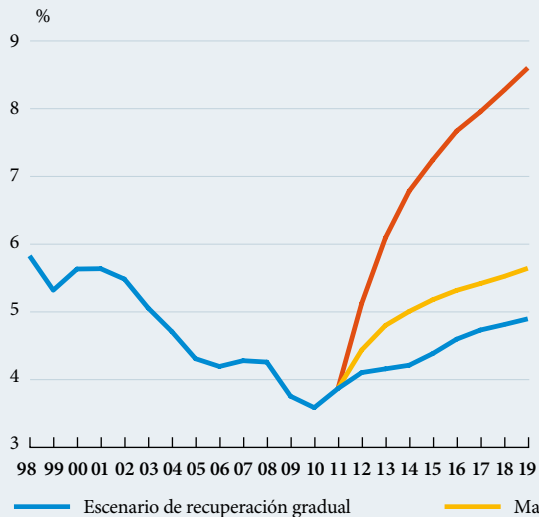
En un segundo ejercicio, analizamos qué pasaría si la rentabilidad de la deuda pública se mantuviera en los niveles actuales. Estos son un 5,1% para las letras a un año, un 5,6% para los bonos a 5 años y un 6,3% para las obligaciones a 10 años. En este contexto, el tipo medio de financiación superaría el 5,5% y la carga de los intereses aumentaría en 7 décimas respecto al caso anterior, hasta alcanzar el 4,1% del PIB. En este caso la deuda pública no aumenta mucho más que en el primer escenario, pero la mayor carga de los intereses dificulta su ajuste a largo plazo.

Finalmente, analizamos el comportamiento de estas variables en un contexto mucho más adverso. Para ello situamos el coste de financiación de la deuda pública a niveles similares a los que tenían Irlanda, Grecia y Portugal en el

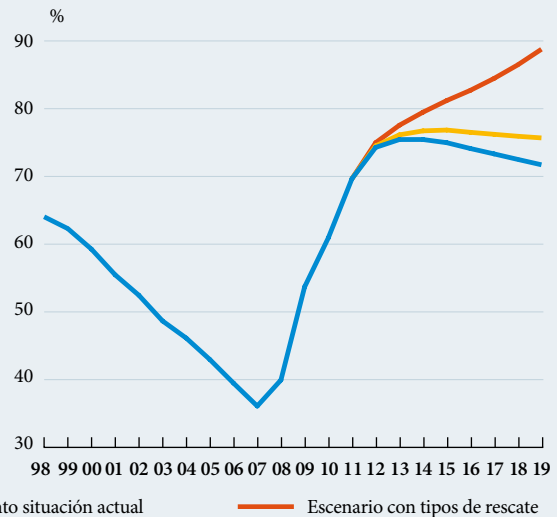
(2) En los tres escenarios suponemos que el crecimiento del PIB real aumenta gradualmente hasta situarse por encima del 2,0% a partir de 2014 y que el tipo de referencia del BCE empieza a aumentar a partir de enero de 2013 para alcanzar un nivel de equilibrio del 4,0% en 2015.

RENTABILIDADES DEMASIADO ELEVADAS PUEDEN RESULTAR EN UN INTENSO AUMENTO DE LA DEUDA PÚBLICA

Coste medio de la deuda pública



Deuda pública en porcentaje del PIB



FUENTES: Ministerio de Economía y elaboración propia.

momento de su rescate, con unas rentabilidades del 6,7%, 11,0% y 10,2% a corto, medio y largo plazo respectivamente. En este escenario los costes medios de la deuda pública aumentarían rápidamente hasta el 9,0%, y generarían una dinámica explosiva en la evolución de la deuda, que en poco tiempo se situaría por encima del 90% del PIB.

Este último escenario es, naturalmente, menos probable pero sirve para ilustrar la velocidad a la que las cuentas públicas se pueden deteriorar si se entra en una dinámica perversa. Tanto el nivel de la deuda pública española como su coste se encuentran por debajo de la mayoría de países desarrollados. Ello da un importante margen de maniobra a la economía española, pero no nos podemos confiar. La disciplina en materia económica debe ser máxima.

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

Ahorro y financiación

La contracción del crédito se intensifica en la segunda mitad del año

El sector financiero español ha culminado, en este año que despedimos, un importante proceso de transformación. Como resultado, el sistema bancario afronta el año 2012 más saneado y con un mayor nivel de capital. Dicho logro debería haber disipado las dudas de los inversores sobre la solvencia del sector y facilitado el acceso a la financiación mayorista. Sin embargo, el recrudecimiento de las tensiones en los mercados de deuda durante los últimos meses no lo ha permitido. Este hecho, en un contexto de debilitamiento de la recuperación de la economía y de desapalancamiento del sector privado, ha intensificado

la contracción del crédito durante la segunda mitad del año.

En efecto, el estancamiento del saldo vivo del crédito a los otros sectores residentes en septiembre, un mes en que típicamente se registran importantes incrementos, aceleró la caída interanual del crédito en 9 décimas, hasta el 2,6%. Como se observa en el gráfico siguiente, esta es la mayor caída desde el inicio de la última recesión económica. La contracción del crédito responde, en parte, al avance de la demanda de crédito hipotecario durante 2010 por parte de los hogares, fruto del fin de los incentivos fiscales para la compra de una vivienda.

La encuesta de préstamos bancarios publicada por el Banco de España señala los

El sector financiero afronta 2012 más saneado y con un mayor capital.

El crédito a otros sectores residentes se reduce un 2,6% interanual en septiembre.

EL CRÉDITO INTENSIFICA SU RITMO DE CONTRACCIÓN EN SEPTIEMBRE

Variación interanual del crédito a otros residentes



FUENTE: Banco de España.

distintos factores de fondo que provocaron la contracción del crédito en el tercer trimestre del año. Influyeron, según las respuestas de las diez instituciones que participan en la encuesta, tanto factores de oferta como, principalmente, de demanda. En el primer caso, la mayor dificultad de acceso a la financiación mayorista y el deterioro de las expectativas de crecimiento económico hicieron que se endurecieran levemente los criterios de concesión de préstamos en el tercer trimestre. Pero la principal explicación vino por el lado de la demanda. La reducción de las solicitudes de crédito entre los meses de julio y septiembre fue muy significativa, especialmente en el caso de los hogares.

Como consecuencia, la financiación del sector privado se redujo en 54.765 millones de euros durante los nueve primeros meses del año, consolidando el proceso de desapalancamiento iniciado en 2010. Esta evolución contrasta con el comportamien-

to de la deuda del sector público, que en este mismo periodo aumentó en 63.702 millones de euros.

En clave de futuro, esperamos que los factores de fondo que presionan la serie de crédito a la baja se mantengan durante lo que queda de año y ello hará que la reducción interanual del crédito se acerque al 4,0% en diciembre de 2011. Si el pulso económico se mantiene débil y los problemas en los entornos económico y financiero no mejoran el año que viene, el crédito también seguirá cayendo de forma notable.

En este contexto de reducción del crédito y ligero deterioro del mercado laboral, muchas miradas se centran en la evolución de la ratio de morosidad. Esta se mantuvo prácticamente estable en septiembre, manteniéndose en el 7,16%. Nuestras previsiones apuntan hacia nuevos incrementos durante los próximos meses,

Esperamos contracciones del crédito en 2011 y 2012.

La tasa de morosidad se estabiliza en el 7,2%.

FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS (1)

Septiembre 2011

	Saldo	Variación año actual	Variación 12 meses	%
	Millones de euros	Millones de euros	% (2)	participación
Sector privado	2.153.800	-54.765	-1,7	75,3
Empresas no financieras	1.274.184	-35.817	-1,9	44,6
<i>Préstamos de entidades residentes (3)</i>	854.522	-42.953	-4,2	29,9
<i>Valores distintos de acciones</i>	64.869	3.882	7,9	2,3
<i>Préstamos del exterior</i>	354.793	3.254	2,4	12,4
Hogares (4)	879.616	-18.948	-1,4	30,8
<i>Préstamos para la vivienda (3)</i>	671.799	-8.160	-0,7	23,5
<i>Otros (3)</i>	204.404	-10.881	-3,5	7,1
<i>Préstamos del exterior</i>	3.413	93	6,2	0,1
Administraciones públicas (5)	705.504	63.702	13,7	24,7
TOTAL	2.859.304	8.937	1,9	100,0

NOTAS: (1) Residentes en España.

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

(3) Incluyen préstamos titulizados fuera del balance bancario.

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

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

La elevada exposición al sector inmobiliario y a la deuda pública suponen los principales riesgos para la solvencia de la banca.

impulsados por el deterioro de la cartera inmobiliaria.

De hecho, la elevada exposición problemática al sector inmobiliario representa el principal riesgo que deberá afrontar el sector bancario español. Según publica el Banco de España en su Informe de Estabilidad Financiera, los activos dudosos, adjudicados y normales bajo vigilancia vinculados a la actividad de promoción inmobiliaria representaban, en junio de 2011, 176.000 millones de euros. Una cifra ciertamente elevada. Pero es importante tener en cuenta que la cobertura con provisiones (específicas y genéricas) alcanza el 33% de estos activos. Esta ratio sería suficiente para cubrir las pérdidas hipotéticas originadas en el escenario de referencia de las pruebas de resistencia de julio, aunque no en un escenario más adverso.

En la misma dirección encontraríamos la exposición de la banca española a la deuda soberana periférica (italiana, griega, portuguesa e irlandesa) que, en diciembre de 2010, equivalía al 0,4% del total de los activos. A diferencia de lo ocurrido en otros sistemas bancarios, esta cifra no parece entrañar un riesgo importante para la fortaleza del sistema financiero español. Sola-

mente una disminución del valor asociado a los títulos de deuda pública española, que representan el 6,9% de los activos bancarios, afectaría a la solvencia bancaria.

Por lo que se refiere a las tensiones de liquidez, el cierre de los mercados mayoristas de financiación puede dificultar la renovación de los más de 120.000 millones de euros de deuda bancaria que vencen en 2012. En este aspecto, la subasta de liquidez del Banco Central Europeo (BCE) a un año que se realizará este diciembre contribuirá a la relajación de este riesgo.

En definitiva, el sector bancario español despide 2011 reforzado. A pesar de ello, las tensiones en los mercados y la menor actividad económica son los principales riesgos que podrían afectar al sector en el próximo año. Todo ello en un marco de desapalancamiento del sector privado que seguirá presionando a la baja la evolución del crédito.

Los depósitos se reducen en septiembre

En este contexto de tensiones en los mercados mayoristas de financiación, las

Los depósitos de empresas y familias se reducen un 1,1% interanual en septiembre.

PASIVOS DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO FRENTE A EMPRESAS Y FAMILIAS

Septiembre 2011

	Saldo	Variación año actual		Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%	
A la vista	262.154	388	0,1	5.815	2,3	18,8
De ahorro	199.648	-11.639	-5,5	-8.870	-4,3	14,3
A plazo	724.843	-18.806	-2,5	-9.810	-1,3	52,0
En moneda extranjera	18.403	-979	-5,1	-360	-1,9	1,3
Total depósitos	1.205.049	-31.036	-2,5	-13.225	-1,1	86,5
Resto del pasivo (*)	187.588	-15.424	-7,6	-9.011	-4,6	13,5
TOTAL	1.392.637	-46.459	-3,2	-22.236	-1,6	100,0

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

entidades de depósito están modificando su estructura de pasivo. Ello se traduce en una mayor apelación a los depósitos minoristas, que incrementa la captación de depósitos a plazo. Sin embargo, los datos disponibles hasta el mes de septiembre nos muestran una reducción de los depósitos de las familias y las empresas españolas del 1,1% respecto al mismo mes del año anterior. El análisis de los distintos pasivos bancarios muestra que esta reducción ha afectado tanto a los instrumentos de corto plazo (que incluyen depósitos a la vista y de ahorro) como a los de larga duración. Los motivos de esta caída responderían principalmente a un fenómeno de sustitución de los depósitos bancarios por otro tipo de instrumentos financieros con una mayor rentabilidad.

En efecto, la mayor prima de riesgo asociada a la deuda pública española ha elevado la rentabilidad de las emisiones realizadas durante los últimos meses. Ello ha desviado fondos provenientes de las familias y las empresas hacia estos instrumentos y ha convertido al sector público español en un duro competidor para la banca.

Ante esta tesitura y las necesidades de captar financiación, la banca española se está viendo obligada a aumentar la rentabilidad de sus productos. Un incremento que, en el caso de los depósitos, se encuentra limitado por el decreto ley que regula, desde julio, los tipos de interés que pueden ofrecer las entidades financieras. Este hecho se observa en la evolución de la rentabilidad de las nuevas operaciones de pasivos de la banca. En septiembre, esta se situaba en el 1,7%, una décima por encima de la registrada el mes anterior.

Además, la rebaja del tipo de interés de referencia del BCE reduce el margen para subir la rentabilidad del pasivo durante los próximos meses. Como consecuencia, las propias entidades están diseñando nuevos productos no sujetos a esta directriz que les permitan captar los recursos de las empresas y las familias, como es el caso de los pagarés.

Por su lado, los fondos de inversión mantienen la evolución iniciada en abril de 2011, con un nuevo reembolso neto de 891 millones de euros.

El decreto ley de julio limita la escalada de los tipos de interés.

La mayor rentabilidad de la deuda pública española supone una dura competencia para la banca.

Estudios y Análisis Económico, "la Caixa"

Publicaciones

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

■ INFORME MENSUAL

Informe sobre la situación económica (disponible también en inglés)

■ ANUARIO ECONÓMICO DE ESPAÑA 2011

Disponible solo en formato electrónico en www.laCaixa.es/estudios

■ 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"

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 Elías
21. La recuperación del comercio mundial. Lo que la crisis se llevó Marta Noguer
22. Diferencial de inflación con la eurozona: ¿mejora sostenible? Pere Miret

■ "la Caixa" ECONOMIC PAPERS

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 solo en formato electrónico en: www.laCaixa.es/estudios

- 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. Sobrecalentamiento emergente: Causas, consecuencias y riesgos Claudia Canals y Marta Noguer
- 03/2011. School Dropout in Europe: Trends and Drivers Maria Gutiérrez-Domènech
- 04/2011. Nuevas regulaciones de capital en banca: una reflexión crítica Jordi Gual
- 05/2011. Offshoring and Intellectual Property Rights Reform Claudia Canals y Fuat Sener
- 06/2011. Turquía: ¿ajuste macroeconómico en año electoral? Àlex Ruiz
- 07/2011. ¿Cuánto capital necesita el sistema financiero español? Maria Pilar Buil y Matthias Bulach
- 08/2011. La responsabilidad limitada en los créditos hipotecarios: mitos y realidades Maria Pilar Buil y Anna Mialet
- 09/2011. Tensiones de liquidez y gap comercial: efectos sobre el sistema bancario español Sandra Jódar-Rosell

■ 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
Director Ejecutivo de "la Caixa"
- Joan Elías
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

Diciembre 2011

CAJA DE AHORROS Y PENSIONES DE BARCELONA

Estudios y Análisis Económico

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

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

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

GRUPO "la Caixa": DATOS MÁS RELEVANTES

a 31 de diciembre de 2010

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

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

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



Informe Mensual edición iPad

La economía desde tu sofá

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

Más información en www.laCaixa.es/estudios

El Informe Mensual tiene solo 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.



ELEMENTAL
CHLORINE
FREE
GUARANTEED

