

# Informe Mensual



## LA BANCA, BAJO PRESIÓN

*Las fuertes y persistentes presiones sobre el sistema financiero* Pág. 17

Menos ingresos, más morosidad, más requerimientos regulatorios...

*¿Juntos pero no revueltos? Separación de actividades en la banca* Pág. 32

Se trata de separar banca de inversión y minorista reduciendo conflictos de interés y conservando economías de alcance

*Perfil de riesgo bancario: ¿más es menos?* Pág. 43

Tras BIS III, el reto es garantizar la coherencia en la medición de los riesgos bancarios

*Rentabilidad de la banca española en el contexto actual y perspectivas futuras* Pág. 68

¿Cómo mejorar la rentabilidad del capital en el difícil contexto actual?

# Previsiones

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

	2010	2011	2012	2010		2011				
				III	IV	I	II	III	IV	
<b>ECONOMÍA INTERNACIONAL</b>										
				Previsiones			Previsiones			
<b>Producto interior bruto</b>										
Estados Unidos	3,0	1,7	2,0	3,5	3,1	2,2	1,6	1,5	1,6	
Japón	4,5	-0,6	2,5	5,2	3,3	0,0	-1,7	-0,8	0,0	
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	1,7	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	
<b>Precios de consumo</b>										
Estados Unidos	1,6	3,2	2,0	1,2	1,2	2,2	3,3	3,8	3,4	
Japón	-0,7	0,1	0,3	-0,8	0,1	0,0	0,1	0,4	-0,2	
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	2,4	
<b>ECONOMÍA ESPAÑOLA</b>										
				Previsiones			Previsiones			
<b>Agregados macroeconómicos</b>										
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 $\Delta$ 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	
<b>Producto interior bruto</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,7</b>	<b>0,2</b>	<b>0,4</b>	<b>0,7</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>0,4</b>	
<b>Otras variables</b>										
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	2,8	
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			
<b>MERCADOS FINANCIEROS</b>										
				Previsiones			Previsiones			
<b>Tipos de interés internacionales</b>										
Fed Funds	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	
Repo BCE	1,0	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	2,0	
Bonos alemanes 10 años	2,8	2,6	2,4	2,4	2,6	3,2	3,1	2,3	1,9	
<b>Tipos de cambio</b>										
\$/Euro	1,33	1,40	1,35	1,29	1,36	1,37	1,44	1,41	1,36	

## Índice

### 1 Editorial

### 2 Resumen ejecutivo

### 6 Coyuntura internacional

6 Estados Unidos

10 Japón

11 China

13 Brasil

15 México

### 17 *Las fuertes y persistentes presiones sobre el sistema financiero*

20 Materias primas

### 21 Unión Europea

21 Zona del euro

24 Alemania

25 Francia

27 Italia

28 Reino Unido

30 Europa emergente

### 32 *¿Juntos pero no revueltos? Separación de actividades en la banca*

### 35 Mercados financieros

35 Mercados monetarios y de capital

### 43 *Perfil de riesgo bancario: ¿más es menos?*

### 47 Coyuntura española

47 Actividad económica

51 Mercado de trabajo

55 Precios

59 Sector exterior

62 Sector público

64 Ahorro y financiación

### 68 *Rentabilidad de la banca española en el contexto actual y perspectivas futuras*

## La banca, bajo presión

La delicada situación económica por la que atraviesan las economías desarrolladas afecta a muchos agentes económicos. Los bancos no podían ser la excepción. Las tensiones y las turbulencias de los últimos tiempos han estado muy relacionadas con el sistema financiero. Las hipotecas *subprime*, las burbujas inmobiliarias o la escalada de la deuda del sector privado no financiero constituyen ejemplos significativos. Como consecuencia, desde 2008 la capitalización bursátil de los bancos europeos ha evolucionado en una dirección claramente más negativa que en el resto de sectores. Además, la prima de riesgo del sector bancario está muy por encima de los niveles considerados normales, los *credit default swaps* del sector han tocado cotas máximas y la mayoría de entidades han visto cómo las agencias de calificación reducían significativamente sus *ratings*.

El difícil entorno económico complica la vuelta a la normalidad de los balances bancarios. El bajo crecimiento de la actividad, los elevados niveles de desempleo y el frágil pulso de la confianza de consumidores y empresarios no facilitan la fluidez del crédito ni el descenso de la morosidad. La debilidad del mercado inmobiliario, el descenso de los beneficios empresariales y las dificultades de financiación en los mercados mayoristas agudizan la tensión sobre la actividad de intermediación entre ahorradores e inversores, fundamento de la operativa bancaria. Pero no es solo el contexto macroeconómico. Las nuevas propuestas regulatorias también añaden tensión y complican la gestión de los balances.

Las propuestas se concentran en el capital. Se empezó con la reforma denominada Basilea III, destinada a aumentar el nivel de capital y a endurecer su definición, pero con un largo calendario de implantación. Sin embargo, los mercados y los reguladores presionan para adelantar dicho calendario. Así, el ejercicio realizado recientemente por la Autoridad Bancaria Europea ha ido dirigido a demandar mayores niveles de capital en función del deterioro de la deuda soberana en el balance de las entidades. Por lo tanto, bien sea por la exposición crediticia, bien por la soberana, los sistemas financieros de la mayoría de países europeos siguen bajo tensión. Por otra parte, los supervisores nacionales, de forma individual e independiente, han aplicado criterios dispares en términos de definición y requerimientos de capital, así como de calendarios de aplicación de las nuevas disposiciones.

Más allá del capital, hay iniciativas regulatorias de toda índole, como las que se refieren a la liquidez. Además, se han propuesto cambios en la contabilización de los activos financieros, ajustes en el calendario de provisiones y tasas sobre las transacciones financieras. En algunos países se plantea desvincular la banca de inversión de la comercial. A nivel global, se exige más capital a las entidades sistémicamente importantes.

En resumen, las tensiones sobre el sistema financiero tienen carácter tanto estructural como regulatorio. Se trata de construir entidades más eficientes, mejor capitalizadas, menos endeudadas y con mayor liquidez. Y eso es bueno para el sistema financiero en su conjunto, para la economía en general y para los clientes y los ciudadanos. Solo falta que estas mayores exigencias sean las mismas en todas partes y que no resulten excesivas en un momento de frágil coyuntura económica.

## RESUMEN EJECUTIVO

**En Estados Unidos, el crecimiento va asentándose.**

**China se desacelera, aun manteniendo un notable ritmo de expansión.**

**La economía brasileña se frena.**

### 2012: perspectivas discretas

El año 2012 se inicia en medio de una general incertidumbre sobre la continuidad del crecimiento de la economía mundial. Mientras Estados Unidos muestra un perfil expansivo relativamente sólido, la eurozona apunta a un elevado riesgo de recesión, mientras los países emergentes registran una paulatina pérdida de impulso. Aunque las causas que explican estas evoluciones son variadas, la crisis de la deuda soberana de la zona del euro es señalada como la fuente principal de tensiones y de generación de desconfianza, si bien la cumbre de diciembre ha creado algunas esperanzas.

De momento, la buena noticia está en el tirón de la economía americana. Esta afirma su crecimiento y da continuidad a lo que en un principio parecía ser un repunte de alcance limitado. Así, los últimos indicadores apuntan a que el crecimiento del cuarto trimestre podría sobrepasar el 0,7% intertrimestral, claramente por encima de lo que se esperaba hace un mes. Esta evolución dejaría el crecimiento para el conjunto de 2011 en el 1,8%. Sin embargo, ello no supone que la crisis esté conjurada. Para 2012, esta modesta mejora de las perspectivas de la demanda interna puede verse mermada por los efectos de la crisis europea y por un probable repliegue de la política fiscal. Por lo tanto, no se espera que el crecimiento vaya mucho más allá del 2%, un ritmo que es insuficiente para propiciar el final de la debilidad de los mercados de trabajo y de la vivienda.

En China, preocupa la ralentización del ritmo de crecimiento económico, que de todas formas sigue descollando entre todos los emergentes. Para 2012 prevemos un

avance del 8,4%, lo que supone una ralentización que, de todas formas, sigue siendo consistente con un escenario de aterrizaje suave. En verano, la inflación era el mayor peligro y hace un mes se hablaba de un fino ajuste, pero en la conclusión de la última reunión de las autoridades económicas se establecía que el principal objetivo de política económica debe ser mantener un crecimiento rápido en un entorno internacional severo y complicado. La inflación de noviembre bajó drásticamente, con un índice de precios de consumo (IPC) que registró un avance del 4,2% interanual, cuando en julio se había llegado al 6,5%. Asimismo, los indicadores de actividad siguen ralentizándose, apuntando a una moderación del crecimiento consistente con el aterrizaje suave.

El otro gran país emergente de referencia, Brasil, se estancó en el tercer trimestre, con un avance del 0,0% respecto al trimestre anterior. En cifra interanual, el crecimiento fue de un 2,2%, el peor registro desde el inicio de la recuperación a finales de 2009. Aunque ya esperábamos que la tónica de moderación se acentuara, no anticipábamos un frenazo tan marcado, lo que nos obliga a revisar a la baja nuestro escenario central de previsiones tanto para 2011 como para 2012. En ambos casos, ubicamos la tasa prevista de crecimiento en torno al 3%. De cara a 2013, prevemos que la actividad repunte, en línea con el mejor tono esperado para la economía global y ante la perspectiva del mundial de fútbol.

Pero la mayor preocupación la suscita la economía europea. En la zona del euro, la desaceleración de la actividad será la tónica de los próximos trimestres. Desde el punto de vista de la demanda, el consumo

de las familias se deteriorará por la desfavorable marcha del mercado laboral, cuya tasa de paro ha pasado del 9,9% en abril al 10,3% en octubre. En este periodo de seis meses el número de parados en la eurozona se incrementó en 634.000. Además, el endurecimiento de las concesiones de crédito bancario a las familias, según la última encuesta realizada por el Banco Central Europeo (BCE), y la incertidumbre financiera han desanimado al consumidor, como lo refleja el índice de confianza del mismo, que marcó un mínimo en el mes de diciembre que no se veía desde 2009. Por lo referente a la inversión, esperamos también una ralentización por el sensible deterioro de los índices de sentimiento empresarial en los últimos meses. Por ejemplo, el indicador de confianza empresarial de la eurozona, calculado por la Comisión Europea, ha caído al nivel de febrero de 2010, tras retroceder durante diez meses. Adicionalmente, la caída del grado de utilización de capacidad productiva por debajo de la media histórica sugiere un menor dinamismo del componente de la inversión.

Sin embargo, la principal causa de la incertidumbre en la zona del euro sigue siendo la persistencia de la crisis de la deuda soberana y la incapacidad de los líderes europeos de encontrar la salida a la misma. El 9 de diciembre se celebró una nueva cumbre que había despertado una gran atención ante el fracaso de cumbres anteriores y ante la cada vez más delicada situación de la eurozona. Sus resultados contribuyeron a rebajar tensiones, pero las decisiones adoptadas no ofrecieron la tan deseada solución definitiva de la crisis.

El acuerdo más destacado fue la redacción de un acuerdo internacional entre la mayor parte de países miembros de la Unión Europea (el Reino Unido ya se ha desvinculado del mismo) por el que se sentarían las bases de una estricta vigilancia de la política presupuestaria de los Estados. Así, el déficit fiscal estructural máximo permitido será del 0,5% sobre el producto interior bruto

(PIB) y el déficit máximo convencional del 3% sobre PIB, como hasta ahora; cada Estado deberá incorporar a su legislación un mecanismo automático de reequilibrio presupuestario en el caso de que se superen los máximos déficits citados anteriormente; la Comisión Europea supervisará los presupuestos anuales de los países sujetos a un procedimiento por déficit excesivo antes de que estos sean aprobados en los parlamentos respectivos; cuando la deuda de un Estado supere el 60% de su PIB, este deberá obligatoriamente presentar un plan de reducción del endeudamiento; las sanciones por incumplimientos serán automáticas para los países que infrinjan las normas, excepto si una mayoría cualificada de Estados miembros se opone.

Se trataría de un avance importante en cuanto a la disciplina fiscal de los Estados de la UE. Sin embargo, existen incertidumbres sobre el contenido final del tratado y sobre el proceso de elaboración, aprobación y ratificación del mismo. También preocupa el gran énfasis en la austeridad y la ausencia de objetivos como el crecimiento o la competitividad exterior. Además, en las conclusiones de la cumbre se echan de menos mecanismos que actúen con contundencia sobre el problema inmediato de la crisis, es decir, sobre la desconfianza que se ha apoderado de los mercados sobre la solvencia de los Estados periféricos. En este sentido, solo se acordó que el sector privado no asumirá pérdidas por el impago de un país miembro (no se repetirá el caso de Grecia) y adelantar la puesta en marcha del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) al 1 de julio de 2012.

De hecho, han sido más eficaces las medidas adoptadas por el BCE, que rebajó el tipo de interés rector en 25 puntos básicos hasta el 1%, por el aumento de los riesgos que sobre la economía está teniendo el agravamiento de las tensiones financieras. Además, y muy importante, el BCE anunció dos subastas de liquidez a tres años, la ampliación del colateral aceptado para los préstamos bancarios y la rebaja del reque-

**En la eurozona, la economía registra un retroceso de la confianza de los agentes...**

**...en la que la crisis de la deuda soberana tiene mucho que ver.**

**La cumbre celebrada en diciembre plantea una estricta disciplina fiscal...**

**...mientras el BCE amplía su oferta de liquidez.**

rimiento de reservas desde el 2% al 1%. En la recta final del mes se realizó la primera de las dos subastas de liquidez a tres años, en la que la banca europea se adjudicó 489.000 millones de euros al 1%. Por otra parte, los acontecimientos financieros y políticos ocurridos durante este mes han supuesto un punto de inflexión en la trayectoria de las primas de riesgo. El efecto encadenado de estos factores se ha traducido en un descenso de las primas de riesgo de las economías en el punto de mira, Italia y España.

A pesar de esta mejora, la prima de riesgo de la deuda pública española cierra 2011 en unos niveles significativamente superiores a los 250 puntos registrados a inicios de año. Las elevadas necesidades de financiación del Estado para 2012, que se estiman superiores a los 160.000 millones de euros, otorgan un papel clave a la evolución de sus costes de financiación.

**La economía española encara retrocesos del PIB y del empleo.**

La economía española empieza 2012 enfrentándose a numerosos retos. Tras anotar una tasa de crecimiento del PIB positiva durante casi dos años, todo apunta a que el motor se está volviendo a parar. Según nuestras previsiones, el retroceso será modesto, de solo 2 décimas en el cuarto trimestre de 2011, y tras un primer trimestre también débil, la senda de crecimiento se recuperará en el segundo trimestre. Ello debería permitir que la actividad avanzara un 0,2% en el conjunto del año. Pero el importante descenso de las perspectivas de crecimiento que ha revelado el consenso de analistas de diciembre pone de manifiesto los importantes riesgos que acechan a la economía española. Según este, el crecimiento para el conjunto de 2012 se situará claramente en terreno negativo, en el -0,2% concretamente, cifra muy por debajo de la recopilada el mes anterior.

**El nuevo Gobierno tiene ante sí importantes retos.**

El rápido deterioro de las expectativas de crecimiento en la segunda mitad de 2011 responde en buena medida a las vicisitudes

de la crisis de la deuda citada más arriba, y se está manifestando crudamente en la evolución del mercado de trabajo. En noviembre, 111.782 afiliados se dieron de baja laboral en la Seguridad Social. Aun considerando que esta cifra se reduce a casi la mitad controlando los efectos estacionales, el retroceso de afiliados del mes de noviembre es el peor desde 2008. Desde junio, la economía española ha perdido 313.355 afiliados teniendo en cuenta la estacionalidad, lo que supone 91.010 personas más que en esos mismos cinco meses en 2009, cuando la economía caía un promedio del 3,5%.

A pesar de esta evolución, los salarios se incrementaron un 1,2% interanual en el tercer trimestre. Si se suman el resto de costes laborales –como las indemnizaciones por despido–, el resultado es un incremento del 1,5% en el crecimiento de los costes laborales totales, un resultado sorprendente en un contexto de destrucción de empleo. En todo caso, esta tasa es inferior a la inflación medida por el IPC, que en los últimos meses se ha mantenido próxima al 3%. Se espera que en diciembre se produzca un descenso de la inflación hasta cotas cercanas al 2,5% y que a lo largo de 2012 esta tasa se modere aun más.

El nuevo Gobierno formado tras las elecciones de noviembre tiene ante sí los retos de avanzar en la estabilización de las finanzas públicas y en la reestructuración del sistema financiero, así como de tomar medidas para que la economía española gane competitividad a medio plazo. Unos retos nada fáciles pero a los que el nuevo equipo ha puesto prioridad máxima. Las distintas medidas que probablemente se irán desgranando en las próximas semanas y, sobre todo, el detalle de los Presupuestos Generales del Estado que se tienen que aprobar en marzo serán fundamentales para determinar el cauce que tomará la economía española.

27 de diciembre de 2011

## CRONOLOGÍA

### 2010

- 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.
- diciembre** 8 El **Banco Central Europeo** baja el tipo de interés oficial al 1,00% y anuncia dos subastas extraordinarias de liquidez a 36 meses, la ampliación de los activos elegibles como colateral y la reducción de la ratio de reservas.
- 9 La **Cumbre europea** sella un pacto para asegurar una **mayor disciplina fiscal** por la vía de un acuerdo que involucraría a los 17 de la zona euro más otros países de la UE que quieran sumarse al mismo.

## AGENDA

### 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).
- 26 Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 27 Encuesta de población activa (cuarto trimestre).
- Avance del PIB de Estados Unidos (cuarto trimestre).
- 30 Avance del PIB trimestral (cuarto trimestre).
- 31 Avance IPC (enero). Balanza de pagos (noviembre).

### Febrero

- 8 Índice de producción industrial (diciembre).
- 9 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 15 IPC (enero). Avance del PIB de la UE (cuarto trimestre).
- 16 Contabilidad Nacional Trimestral (cuarto trimestre).
- 24 Precios industriales (enero).
- 29 Avance IPC (febrero). IPC armonizado de la UE (enero).
- Balanza de pagos (diciembre).

## COYUNTURA INTERNACIONAL

**Estados Unidos acaba 2011 en un tono más robusto de lo previsto.**

**El crecimiento será modesto en 2012, afectado por la crisis europea.**

### Estados Unidos: una brisa de mejora

La economía estadounidense afirma su crecimiento y da continuidad a lo que en un principio parecía ser un repunte circunscrito al tercer trimestre. Así, los últimos indicadores apuntan a que el crecimiento del cuarto trimestre podría superar el 0,7% intertrimestral, claramente por encima de lo que se esperaba hace un mes, lo que dejaría el crecimiento para el conjunto de 2011 en el 1,8%. Sin embargo, esto no implica que la crisis esté conjurada. Para 2012, esta mejora moderada de las perspectivas de la demanda interna se verá mermada por la crisis europea y un esperado repliegue de la política fiscal, por lo que no se espera que el crecimiento vaya mucho más allá del 2,0%, un ritmo que es insuficiente para propiciar el

final de la debilidad de los mercados de trabajo y de la vivienda.

El buen tono que se espera para el cuarto trimestre se fundamenta, a partes iguales, en la robustez de la inversión en equipo, a la que se añade un ciclo alcista de existencias, y en un consumo privado que, a juzgar por los últimos indicadores, mantendrá el buen tono del tercer trimestre. Otro factor positivo a tener en cuenta para 2012 podría ser un repliegue fiscal menor del previsto. El principio de acuerdo alcanzado por el Senado para extender la rebaja de la fiscalidad en las nóminas y el seguro de desempleo, de confirmarse su aprobación en el Congreso, conjuraría la amenaza que suponía la finalización de estas medidas para la evolución del empleo y el consumo privado.

### ESTADOS UNIDOS: 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	Noviembre
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	7,5	6,7
Confianza del consumidor (1)	45,2	54,5	57,0	66,9	61,8	50,3	40,9	56,0
Producción industrial	-11,2	5,3	6,2	5,4	3,8	3,7	4,3	3,7
Índice actividad manufacturera (ISM) (1)	46,3	57,3	57,9	61,1	56,4	51,0	50,8	52,7
Viviendas iniciadas	-38,4	5,6	-5,1	-5,3	-4,9	4,4	16,5	24,3
Tasa de paro (2)	9,3	9,6	9,6	8,9	9,1	9,1	9,0	8,6
Precios de consumo	-0,4	1,6	1,3	2,1	3,4	3,8	3,5	3,4
Balanza comercial (3)	-381,3	-500,0	-500,0	-520,4	-536,0	-540,5	-544,5	...
Tipo de interés interbancario 3 meses (1)	0,7	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,5
Tipo de cambio efectivo nominal (4)	77,7	75,4	73,0	71,9	69,6	69,8	71,6	72,2

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 SIGUE ADELANTE

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.

Sin embargo, esta mejora de las perspectivas es probable que se vea empañada por la crisis europea. Los bancos europeos son depositarios de un 3,3% de la deuda bruta total de la economía estadounidense, 1,8 billones de dólares, combinando la de hogares, empresas y sector público. Una prolongación de la crisis europea provocaría un endurecimiento de las condiciones de financiación de esta deuda que, potencialmente, podría llegar a sustraer hasta 0,8% puntos de crecimiento en 2012, una probabilidad que tira a la baja la previsión para 2012.

La buena marcha del consumo privado tuvo su principal reflejo en la drástica mejora del sentimiento de los consumidores. El índice de confianza del consumidor del Conference Board experimentó en noviembre la mayor subida mensual de los últimos 15 años, pasando de 40,9 a 56,0 puntos. Aunque el nivel sigue siendo más propio de recesiones que de expansiones, la mejora viene a confirmar que la recuperación gana solidez. Buena muestra de ello es el buen tono que vienen mostrando las ven-

tas al por menor. Excluyendo los volátiles automóviles y gasolina, el comercio minorista avanzó un 5,6% interanual en noviembre, con una ligera desaceleración del indicador debida, en parte, a la revisión alcista de la lectura de octubre y septiembre. Durante la primera mitad de 2012, el tirón del consumo privado se verá limitado, empero, por la evolución de los ingresos de los hogares, cuyo crecimiento sigue estando por debajo del que tiene el consumo.

Esta necesaria mejora de los ingresos dependerá de la evolución del mercado laboral, que es la verdadera piedra de toque de esta crisis. La debilidad del mercado laboral ha estado íntimamente ligada al estallido de la burbuja inmobiliaria, pero hay datos que sugieren que la recuperación del empleo podría llegar antes que la de la vivienda. Hasta ahora, la recuperación del mercado laboral se ha visto entorpecida, en parte, por la elevada tasa de subempleo, es decir, por los trabajadores que están trabajando involuntariamente a tiempo parcial. Esto es así porque, cuando aumenta la demanda de trabajo, los traba-

**Los consumidores mejoran su confianza.**

**El mercado de trabajo sigue débil, con una recuperación lenta.**

**La recuperación podría empezar con la reducción del subempleo.**

Trabajadores subempleados pasan a recuperar las horas que habían perdido, lo que retrasa la contratación de nuevos empleados. La proporción de subempleados sigue siendo muy elevada, con 8,4 millones de trabajadores que declaran trabajar a tiempo parcial por falta de demandas. Así, de los 8,75 millones de empleos perdidos durante la crisis, solo se llevan recuperados 2,5 millones en 21 meses.

Sin embargo, las cosas podrían estar empezando a cambiar. La estadística de las horas trabajadas llegó en noviembre a las 33,6 horas semanales de promedio, una cifra que se acerca a los niveles previos a la crisis (33,8) y que deja atrás el mínimo de 33,0 horas que prevaleció entre junio y octubre de 2009. Históricamente, el aumento de las horas trabajadas semanales precede a la reducción del subempleo, con lo que, de seguirse este patrón, podría empezarse a ver cierta reducción del subempleo en los próximos meses. Ello redundaría en el inicio de una recuperación efectiva del mercado de trabajo, que

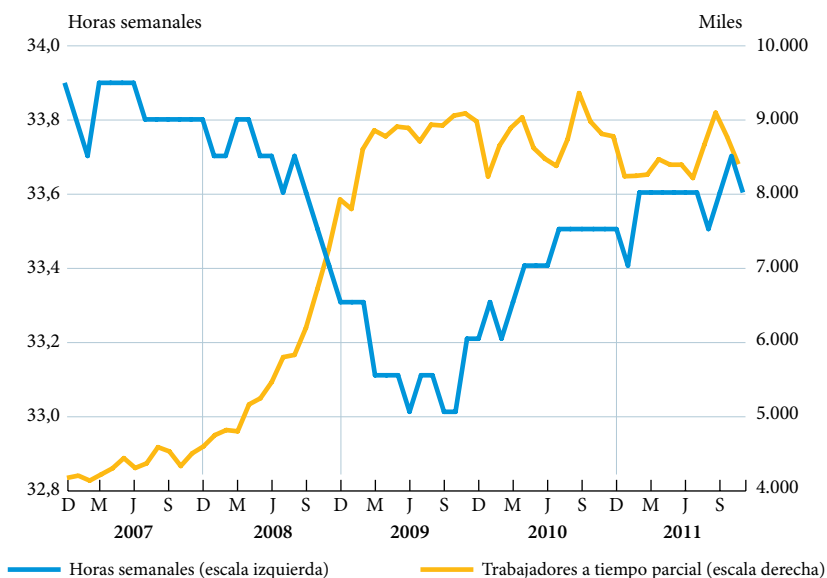
se empezaría a ver en la segunda mitad de 2012. El camino sigue, empero, plagado de dificultades. La tasa de desempleo de noviembre bajó al 8,6%, pero la mejora se debió en gran parte a un descenso de la población activa y todo indica que no se alejará mucho del 9,0% a lo largo de 2012. Los dos millones de empleos perdidos en el sector de la construcción, de difícil recolocación, el elevado número de desanimados y la proporción de parados de larga duración siguen siendo unas losas pesadas.

El mercado de la vivienda sigue aquejado de un exceso de oferta que se alimenta con las ejecuciones por el impago de hipotecas. Por ello los precios no acaban de tocar fondo. El retroceso del índice Case-Shiller de viviendas de segunda mano, que en septiembre fue más acusado que en agosto, sugiere que la recuperación va para largo (segunda mitad de 2013, según nuestras previsiones). La actividad de construcción mejora porque parte de niveles bajos. Así, las 685.000 viviendas iniciadas en noviem-

**El precio de la vivienda sigue bajando.**

**ESTADOS UNIDOS: UNA RECUPERACIÓN QUE DEBE CONFIRMARSE**

Horas semanales y empleados a tiempo parcial por razones económicas



FUENTES: Departamento de Trabajo, US Census y elaboración propia.

bre, en términos anuales, suponen un incremento del 24,3% interanual que hará que el sector contribuya al crecimiento de la economía, pero la realidad es que los niveles siguen estando por debajo de la mitad de lo que prevaleció en el periodo 1995-2000, previo a la burbuja.

Por lo que respecta a la inversión, las mejoras en los beneficios empresariales y un trato fiscal favorable a la inversión, que también podría extenderse a 2012, ayudaron a un fuerte avance del tercer trimestre que, probablemente, irá moderándose. La cuestión es aquí de sostenibilidad. Tal vez por ello, la mejora de los índices de sentimiento empresarial del Institute of Supply Management (ISM) de manufacturas y de servicios es mucho más tímida que el crecimiento del gasto de inversión del tercer trimestre. El ISM de manufacturas de noviembre subió de 50,8 hasta el nivel de los 52,7 puntos, mientras que el de servicios pasó de 53,8 a 56,2 puntos. Unos niveles que, aunque mejorados, siguen siendo consistentes con crecimientos modestos de la economía. En este mismo sentido, si

bien a la industria todavía le queda recorrido al alza, su ritmo de recuperación tiende a sosegar. Muestra de ello es la evolución de la producción industrial, que en noviembre tuvo un ligero retroceso, y la ralentización de la mejora de la utilización de la capacidad productiva que a lo largo de 2011 está siendo más lenta que en 2010.

La persistencia del bajo crecimiento y unos precios de las materias primas cuya evolución queda lejos de los incrementos que se dieron en la primera mitad de 2011 deben hacer que la inflación se modere a lo largo de 2012. Pero el índice de precios al consumo (IPC) tuvo en noviembre una ralentización mínima, con una subida del 3,4% interanual (3,5%, en octubre), mientras que, por su parte, el índice subyacente, que excluye los precios energéticos y los de alimentación, interrumpió la tendencia bajista de los últimos meses para mostrar un incremento del 2,2% interanual, ligeramente superior del 2,1% de octubre. La contribución de los alquileres imputados de la vivienda a la inflación se moderó en noviembre, pero encontró

**La industria tiene recorrido al alza, pero modera su repunte.**

**El IPC sube un 3,4%, y el subyacente, un 2,2%, pero debería moderarse en 2012.**

## ESTADOS UNIDOS: LA CONSTRUCCIÓN, UNA RECUPERACIÓN LEJANA

Viviendas iniciadas en términos anuales



FUENTES: Department of Commerce y elaboración propia.

**Japón experimentará un retroceso en 2011, mientras espera que 2012 sea un año expansivo.**

relevo en otros componentes, como el vestido y la sanidad.

En el sector exterior, continúa la corrección del desequilibrio comercial. La balanza comercial de bienes y servicios de octubre fue de 43.466 millones de dólares, 24.388 millones excluyendo el petróleo y sus derivados, lo que constituye la lectura más baja desde junio. Sin embargo, en este mes de octubre las mejoras se debieron más a la debilidad importadora que al crecimiento de las exportaciones que, después de dos meses alcistas, acusaron el debilitamiento de la demanda global. Por ello la contribución del sector exterior al crecimiento será limitada en 2012, con lo que la economía estadounidense deberá seguir encontrando soportes en su demanda interna.

### Japón: fue peor de lo que se pensaba

Japón revisó significativamente a la baja el crecimiento de los tres primeros trimestres de 2011, especialmente el del primero. Ello evidencia que las consecuencias del

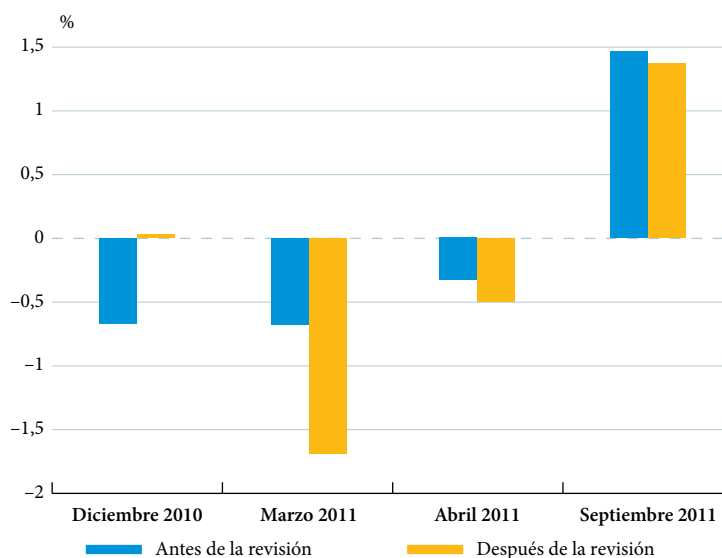
terremoto de marzo, y de la crisis nuclear de Fukushima, fueron más severas de lo que se había pensado en un principio, por lo que pensamos que la economía retrocederá cerca de un 0,6% en el conjunto de 2011. La recuperación deberá ganar fuerza en 2012, con un crecimiento que se acercará al 2,5%. Este vigor se fundamentará en los bajos puntos de partida, ya que los retrocesos de 2011, que se sumarán a los de 2009, harán que la economía siga estando netamente por debajo de sus posibilidades productivas en los dos próximos años.

Dada la dependencia de las exportaciones, que en el tercer trimestre aportaron cinco sextos del crecimiento del total de la economía, la recuperación se verá mermada por la desaceleración de la demanda global. Así, las empresas exportadoras acusan la fortaleza del yen y han rebajado sus expectativas, tal como muestra el índice Tankan de sentimiento empresarial que publica el Banco de Japón. Asimismo, el descenso exportador del 3,5% intermensual de octubre apunta a avances más modestos en el cuarto trimestre.

**Pero el crecimiento acusará la debilidad de la demanda global.**

## JAPÓN: MÁS GRAVE DE LO QUE SE PENSABA

Crecimiento intertrimestral del PIB



FUENTES: Ministerio de Comunicaciones de Japón y elaboración propia.

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

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.

Otra dificultad radica en el endeudamiento de las arcas públicas. En este sentido, tras varios presupuestos extraordinarios de reconstrucción, el gasto público ya mostró signos de agotamiento en el tercer trimestre. En el lado positivo, la producción industrial creció un 2,2% intermensual después del mal dato de septiembre.

Asimismo, el IPC retrocedió en octubre un 0,2% interanual, mientras que el IPC subyacente, el general sin energía ni alimentos, bajó un 1,1% interanual, evidenciando que continúa la deflación.

### China: la prioridad es seguir creciendo

La posibilidad de un menor crecimiento económico ha pasado a ser el principal riesgo de la economía China. Para 2012 prevemos un avance del 8,4%, lo que supone una ralentización que, empero, sigue siendo consistente con un escenario de aterrizaje suave. En verano, la inflación era el mayor peligro, hace un mes se hablaba

de un fino ajuste, pero en la conclusión de la última reunión de las autoridades económicas se establecía que el principal objetivo de política económica debe ser *mantener un crecimiento rápido en un entorno internacional severo y complicado*.

La inflación de noviembre bajó drásticamente, con un IPC que registró un avance del 4,2% interanual, cuando en julio se había llegado al 6,5%. El IPC de alimentación, que en China representa la mitad del índice general, se ralentizó más si cabe, quedando en el 8,8%, claramente inferior al 14,8% de julio. Asimismo, los indicadores de actividad siguen ralentizándose, apuntando a una moderación del crecimiento consistente con el aterrizaje suave. La producción industrial avanzó un 12,4% interanual, el ritmo más bajo desde abril de 2009, y la producción de energía eléctrica y las ventas minoristas siguieron por el mismo camino.

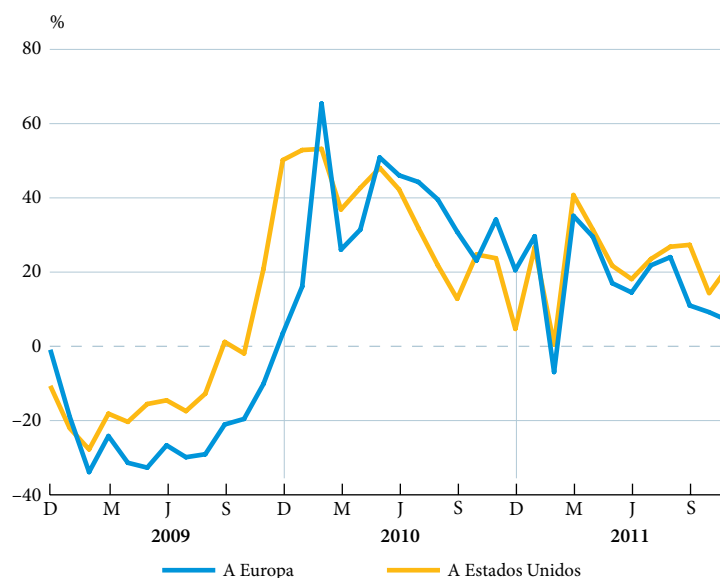
El sector exterior, otrora bastión de la expansión económica, sigue debilitándose. El superávit comercial de noviembre se

**El endeudamiento público es alto y sigue la deflación.**

**China se desacelera, con un crecimiento previsto del 8,4% en 2012.**

## CHINA: LAS EXPORTACIONES YA NO SON LO QUE ERAN

Variación interanual de las exportaciones



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

### Las exportaciones siguen perdiendo comba, afectadas por la crisis europea y una menor demanda de Asia.

redujo hasta los 14.528 millones de dólares, poco más de la mitad del promedio de 2008, anterior a la crisis del comercio mundial, y con unas exportaciones que siguieron perdiendo comba respecto al conjunto de la economía. Por áreas geográficas, es significativa la ralentización de las exportaciones al resto de Asia, que representan la mitad del total y cuyo avance del 13,4% interanual es el menor desde la crisis de los

flujos comerciales de 2009. También la crisis europea se deja sentir en el sector exportador chino. Las exportaciones a Europa se incrementaron en un magro 6,9% interanual, mientras que las dirigidas a Estados Unidos crecieron un 21,5%.

Con un consumo privado que sigue representando menos del 40% del producto interior bruto (PIB) y un sector exterior

## 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	Noviembre
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	12,4
Producción eléctrica	6,8	14,0	6,2	12,1	12,0	10,8	9,4	7,5
Precios de consumo	-0,7	3,3	4,7	5,1	5,7	6,3	5,5	4,2
Balanza comercial (*)	196,4	185,1	185,1	169,4	174,8	172,9	162,8	154,4
Tipo de interés de referencia (**)	5,31	5,31	5,81	6,06	6,31	6,56	6,56	6,56
Renminbi por dólar	6,8	6,8	6,7	6,6	6,5	6,5	6,4	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.

que no tira del carro, los soportes del crecimiento se circunscriben a la inversión. Dentro de este capítulo inversor, merece una especial atención el sector de la vivienda. La construcción representa un 13% del PIB y absorbe cerca del 40% del acero que consume China, que es el mayor importador mundial. Las transacciones de inmuebles han caído de forma drástica en los últimos meses a causa de las restricciones monetarias y existen síntomas de resaca en los precios, donde las principales caídas se dan en Whenzhou, situada en la provincia de Zhejiang, una de las más dinámicas del país y que podría actuar de indicador adelantando. Otra pista de este agotamiento inmobiliario la puede dar el precio del hierro, que se encuentra entre las materias primas que más se han abaratado en los últimos meses. Las malas prácticas de las autoridades locales, que actúan como monopolistas del suelo y lo venden al mejor postor para enjuagar su endeudamiento, y unos tipos de interés que están por debajo del incremento del IPC han alimentado las subidas de precios.

El suelo adquirido por los promotores y la gran cantidad de inmuebles vacantes apuntan a la existencia de una sobreoferta,

aunque hay que considerar que es difícil comparar la situación de la vivienda en China con otras economías, dado el importante crecimiento de los ingresos y el movimiento migratorio a las zonas urbanas. Un final abrupto de la expansión inmobiliaria supone un riesgo a la baja del crecimiento pero si, como rezaba la conclusión del encuentro de las autoridades, la principal prioridad es ahora mantener el crecimiento, habrá que esperar una continuación de las políticas monetarias expansivas que ayuden a minimizar el riesgo de la vivienda.

### Brasil: ¿aterrizaje brusco o parada técnica?

La economía brasileña se estancó en el tercer trimestre, con un avance del 0,0% respecto al trimestre anterior. En cifra interanual, el crecimiento fue de un 2,2%, el peor registro desde el inicio de la recuperación a finales de 2009. Aunque ya esperábamos que la tónica de moderación se acentuara, no anticipábamos un frenazo tan marcado, lo que nos obliga a revisar a la baja nuestro escenario central de previsiones tanto para 2011 como para

**La construcción residencial muestra síntomas de agotamiento y constituye un riesgo para el crecimiento.**

## BRASIL: 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	Noviembre
PIB real	-0,3	7,6	5,4	4,2	3,2	2,2	-	...
Producción industrial	-7,3	10,5	4,1	2,5	0,6	0,1	-2,7	...
Confianza del consumidor (*)	138,3	159,7	159,9	161,8	155,4	153,3	151,9	155,4
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	6,6
Balanza comercial (***)	25,3	20,2	20,2	22,5	25,3	30,5	31,1	31,3
Tipo de interés SELIC (%)	9,92	10,00	10,75	11,75	12,25	12,00	11,50	11,50
Reales por dólar (*)	2,32	1,78	1,66	1,63	1,56	1,88	1,72	1,81

NOTAS: (\*) Valor.

(\*\*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

**La economía brasileña se estanca en el tercer trimestre.**

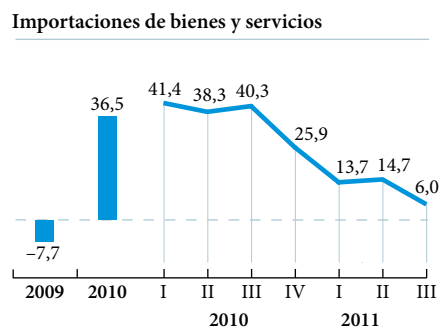
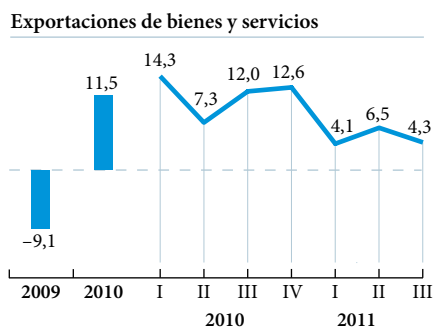
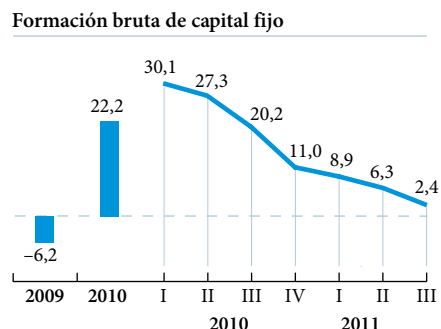
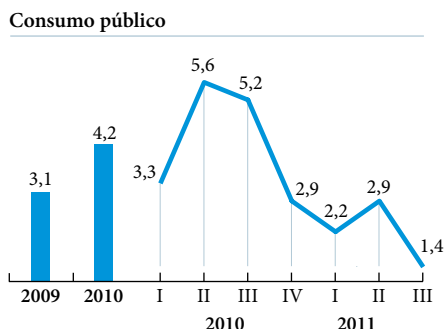
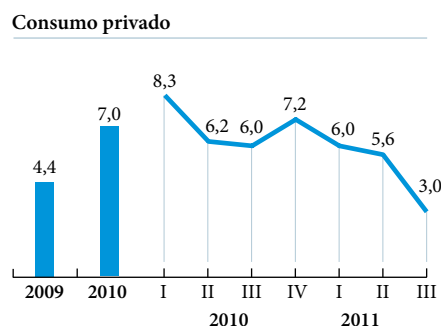
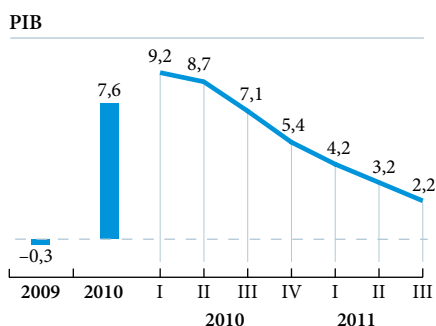
2012. En ambos casos, ubicamos la tasa prevista de crecimiento en torno al 3,0%. De cara a 2013, preveamos que la actividad repunte, en línea con el mejor tono esperado para la economía global y ante la inmediatez del mundial de futbol.

El crecimiento económico en Brasil sigue nutriéndose de la fortaleza del gasto interno aunque este va aflojando su arranque. Tras crecer a una media interanual del 6,1% durante nueve trimestres consecuti-

vos, el consumo redujo su avance a la mitad (+3,0% interanual) en el tercer trimestre de 2011. Las importaciones también acusaron esa moderación y pasaron de crecer el 14% interanual en el segundo trimestre al 6% en el tercero. Inversión y consumo público sufrieron una menor ralentización, con sendos avances del 1,4% y 2,4% (interanual) respectivamente. La exportación pudo mantener el tono más que el resto de partidas y creció un 4,3%, beneficiándose de un real más débil.

**EVOLUCIÓN DEL PIB DE BRASIL POR COMPONENTES**

Porcentaje de variación interanual en términos reales



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



A pesar del estancamiento que reflejan los datos del tercer trimestre, el gobierno de Brasilia sigue vaticinando un crecimiento del PIB en torno al 3,5% en 2011. Aun así, y aunque la confianza de los consumidores brasileños en su economía se mantiene en niveles históricamente elevados y volvió a repuntar en noviembre, la mayoría de indicadores avanzados de actividad no dan excesivo respaldo a dicho vaticinio puesto que esbozan una trayectoria de crecimiento débil para el último cuarto del año. Para empezar, la producción industrial sufrió un marcado retroceso en octubre (-2,7% respecto al mismo mes en 2010). Ese mismo mes, las ventas minoristas sorprendieron a muchos con una caída del 0,5% respecto a septiembre, a pesar de la robustez del empleo. Por otra parte, si bien es cierto que el índice de gestores de compra (PMI) mejoró por segundo mes consecutivo en noviembre gracias al buen quehacer de los servicios, el indicador de manufacturas se mantiene en niveles indicativos de contracción, a pesar de un ligero repunte que lo llevó hasta los 48,7 puntos.

Ante dicho escenario y con los precios también en clave de moderación, prevemos

que, en 2012, el Banco Central de Brasil introduzca nuevos recortes de tipos y que el Gobierno siga implementando estímulos tanto fiscales como macroprudenciales, como por ejemplo una relajación de los requisitos de provisiones para el crédito. Dicho tono contracíclico de las políticas económicas no está exento de riesgos puesto que la inflación no ha retornado todavía a su banda objetivo y la reciente debilidad del real no ayuda a mitigar las presiones sobre precios. Sin embargo, en estos momentos asusta más el temor a un aterrizaje brusco que el fantasma de la inflación.

### México: pendientes del peso

El desglose del PIB en el tercer trimestre reveló una fortaleza del gasto interno superior a la prevista, sobre todo en lo que concierne al crecimiento del consumo privado, que sobrecompensó la pérdida de ímpetu de las exportaciones de bienes y servicios (véase gráfico siguiente). De este modo, respaldada por el creciente soporte del gasto doméstico y el relativo aguante de la demanda externa, la economía mexicana prosigue su avance por una senda de

**Los indicadores coyunturales siguen esbozando debilidad.**

**La política monetaria mantendrá su tono contracíclico en 2012.**

**La economía mexicana prosigue su avance por una senda de expansión moderada.**

## MÉXICO: 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	Noviembre
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	3,3	...
Confianza del consumidor (*)	80,5	86,3	89,6	92,1	90,7	93,7	90,6	89,6
Índice avanzado de actividad (*)	110,5	116,6	118,1	119,8	120,8	123,1	...	...
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	3,5
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	4,50
Pesos mexicanos por dólar (*)	14,18	12,33	12,35	11,90	11,72	13,78	13,21	13,60

NOTAS: (\*) Valor.

(\*\*) Porcentaje sobre población activa.

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

FUENTES: Banco de México y elaboración propia.

**La depreciación del peso puede complicar el giro expansivo de la política monetaria.**

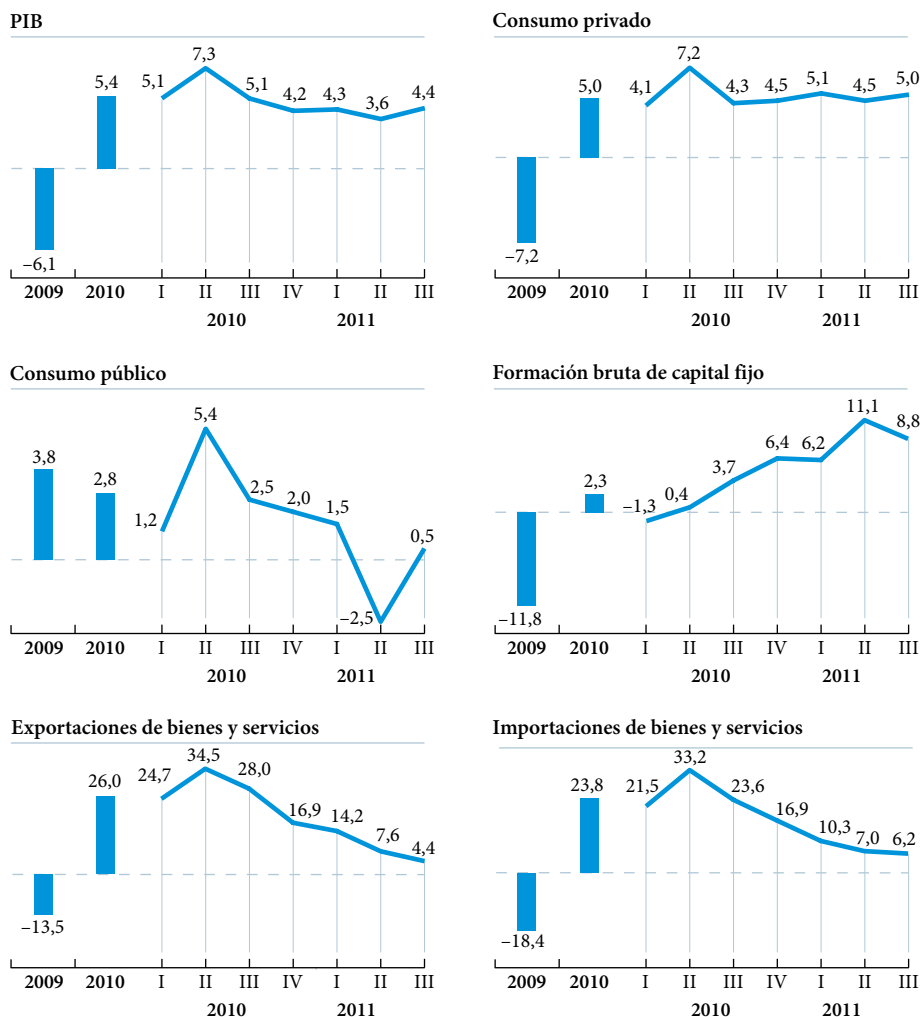
expansión moderada y resiste ante los vientos de moderación que afectan a una parte de la economía global. Es de esperar que, en 2012, dichos vientos acaben forzando una ralentización más notable de la segunda economía en América Latina, pero aún dispone de cierto margen para implementar nuevos estímulos económicos con lo cual dicha ralentización debería ser contenida. De cara a 2013, el crecimiento volvería a ganar momento.

De todos modos, la reciente depreciación del peso, aunque favorece a la actividad,

puede complicar el recurso contracíclico de la política monetaria. Por ahora, la tasa de inflación, general y subyacente, se mantiene dentro del rango objetivo y, si no hay contratiempos, debería seguir así a lo largo de 2012. Sin embargo, las últimas minutas del comité de política monetaria de Banxico dejaron entrever cierta preocupación por un impacto mayor de lo esperado de la evolución del tipo de cambio sobre los precios domésticos. De ser así, disminuye la probabilidad de una reducción del tipo de interés de referencia en los próximos meses –una posibilidad

**EVOLUCIÓN DEL PIB DE MÉXICO POR COMPONENTES**

Porcentaje de variación interanual en términos reales



FUENTES: Banco de México y elaboración propia.

que había ganado puntos tras las minutas de noviembre-. Con todo, la debilidad de la recuperación global y una brecha de producción todavía en terreno negativo que mitigará las presiones sobre precios también descartan un giro restrictivo de la política monetaria.

En cualquier caso, 2012 se presenta un tanto más complejo que 2011 para la economía mexicana. La principal amenaza

sigue emanando del exterior: un empeoramiento más acusado del ritmo de avance económico o un repunte marcado de la aversión al riesgo, ambos a escala global podrían acarrear una desaceleración más marcada de lo esperado. Con todo, la seriedad y ortodoxia de la gestión económica en los últimos años refuerzan la confianza en el devenir económico de México y auguran la continuidad de la senda de expansión encauzada tras la crisis.

## Las fuertes y persistentes presiones sobre el sistema financiero

Viendo la evolución en bolsa de los bancos se deduce que en los últimos años estos se encuentran inmersos de manera especial en la crisis internacional. Desde 2008, momento del estallido en Europa de la crisis financiera originada en Estados Unidos, se observa que los bancos tienen una evolución en bolsa peor que la media (índice Eurostoxx 50). En algunos momentos de 2009 se apuntaba hacia la recuperación, pero en 2011 el diferencial en la evolución entre bancos y la media ha vuelto a incrementar, como se observa en el gráfico siguiente. De la misma forma, la prima de riesgo del sector bancario está disparada y los *Credit Default Swaps* (CDS) del sector llegaron a superar los 300 puntos básicos en verano de 2011. La mayoría de las entidades han visto cómo las agencias de calificación reducían significativamente sus *ratings*.

### EVOLUCIÓN EN BOLSA DEL ÍNDICE EUROSTOXX 50 Y DEL SECTOR BANCARIO DEL EUROSTOXX 50



FUENTE: Bloomberg.

Son muchos los acontecimientos sucedidos en torno al sistema financiero que contribuyen a explicar esta evolución y sus complejas perspectivas. Por un lado, la evolución económica tiene una incidencia directa. Un entorno macroeconómico débil impacta en los volúmenes de negocio y, en especial, en el flujo de crédito. Además, una elevada y persistente tasa de paro condiciona el consumo y la tasa de morosidad. Esto, junto con la evolución de los precios inmobiliarios, provoca que los préstamos en mora vinculados al sector inmobiliario continúen generando deterioros en los balances de los bancos, especialmente en aquellos países que han tenido una burbuja inmobiliaria. De hecho, los test de estrés realizados por la European Banking Authority (EBA) van encaminados, principalmente, a dar transparencia sobre la exposición crediticia y exigir más capital ante las previsiones de deterioro y potenciales escenarios económicos de riesgo. En este aspecto, países como España o Irlanda salían señalados por su elevada exposición inmobiliaria. En Irlanda, tal situación, junto a otros factores, desembocó en el rescate del país y de su sistema financiero y, en España, en una reestructuración sin precedentes, todavía en proceso.

Pero el escenario para la banca internacional es aún más complejo, puesto que para el resto de países la exposición a la deuda soberana se ha revelado como un gran riesgo. Los niveles de endeudamiento público de algunos de los países de la eurozona son muy elevados y, en ausencia de un compromiso político claro de la eurozona, siembran la incertidumbre y las tensiones en los mercados financieros. Así, la prima de riesgo ha alcanzado cifras históricas. En Grecia se ha instalado en los 3.000 puntos básicos y en Portugal en torno a los 1.200 puntos básicos. En Italia y España se ha llegado a superar ampliamente los 400-450 puntos básicos en muchos momentos y Francia tampoco está exenta de la tensión, con niveles cercanos a los 200 puntos básicos.

En general, la exposición del sistema financiero a la deuda soberana de la eurozona es elevada. El problema, sobre todo, es de mala percepción de la solvencia de los estados que se convierte en tensiones en los mercados de deuda y en problemas reales de liquidez para las entidades financieras, más allá del encarecimiento de la financiación. Por ello, la EBA también ha realizado un minucioso análisis para demandar mayores niveles de capital en función del deterioro de la deuda soberana en el balance de las entidades<sup>(1)</sup>. Mientras que las entidades francesas y alemanas, por ejemplo, no aparecían entre las citadas en los primeros test de estrés de exposición crediticia, en estos nuevos ejercicios sobresalen por sus elevadas exposiciones soberanas. Por lo tanto, bien sea por la exposición crediticia, bien por la soberana, los sistemas financieros de la mayoría de países europeos sufren inmensas tensiones.

Las entidades están viendo también menguar significativamente su capacidad de generar beneficios por tensiones de negocio: menores ingresos y mayores costes, tanto de riesgo como de financiación. Por todo ello, los estados y bancos centrales han tenido que adoptar nuevas medidas de soporte al sistema financiero.

En este ya de por sí difícil contexto, se están planteando numerosas propuestas regulatorias destinadas a construir entidades más eficientes, mejor capitalizadas, menos endeudadas y de mayor tamaño en el medio plazo. Y eso es bueno para el sistema financiero en su conjunto, para la economía en general y para los clientes y los ciudadanos. Sin embargo, las mayores exigencias, los constantes vaivenes regulatorios y su falta de concreción actual provocan incertidumbre y presiones en el corto plazo.

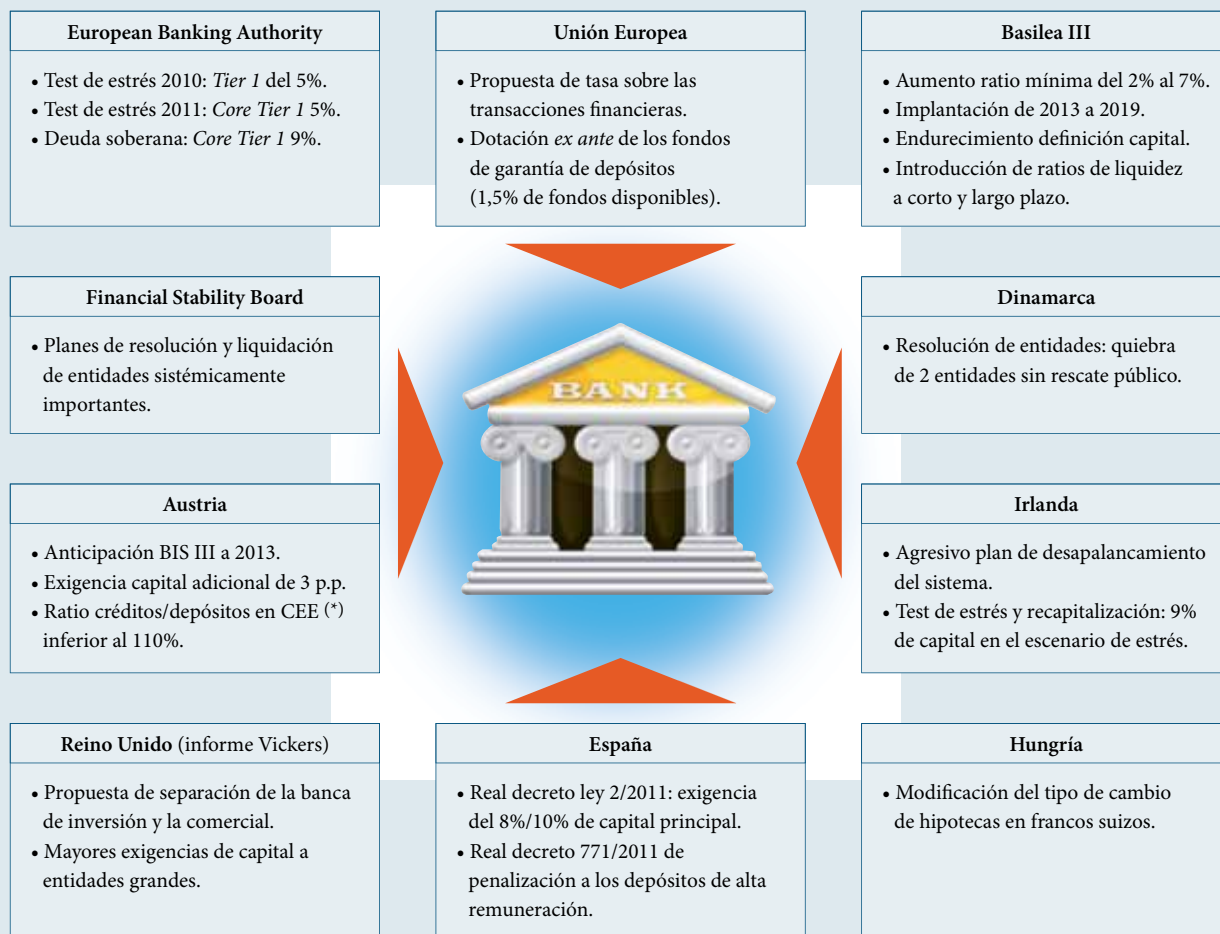
La mayor parte de las medidas que se han propuesto/adoptado son las referentes al capital. Se empezó con la propuesta de Basilea III, para aumentar el nivel de capital y endurecer su definición, pero con un largo calendario de implantación, que en la práctica los mercados están anticipando. Además, sucesivamente los test de estrés y los

(1) Véase Jordi Gual (2011), «The Eurozone debt crisis: is this a banking problem?», publicado en VoxEU.org, 13 de septiembre.

mercados han aumentado las exigencias, hasta el 9% de *Core Tier 1* exigido en los últimos ejercicios de la EBA. Y entre supervisores nacionales, de forma individual e independiente, se han aplicado distintos criterios. En España, en febrero de 2011, se exigió un mínimo del 8%-10% de un nuevo concepto, el capital principal. En Austria, se ha adelantado la aplicación de Basilea III a enero de 2013 y se exigen colchones adicionales de 3 puntos porcentuales. En los Países Bajos, Reino Unido y Suiza, se han aumentado las exigencias de capital para entidades sistemáticamente importantes.

Como resultado de tanta propuesta, se está aumentando la prociclicidad de los requerimientos de capital y la incertidumbre sobre los niveles y definiciones futuros, obligando a los bancos a un esfuerzo adicional de retención de beneficio y acceso a los mercados, que está restringiendo su capacidad de conceder crédito.

### ALGUNAS PROPUESTAS REGULATORIAS Y DISTINTAS CIRCUNSTANCIAS QUE AÑADEN TENSIÓN SOBRE EL SISTEMA FINANCIERO



NOTA: (\*) CEE: Europa Central y del Este.  
FUENTE: Elaboración propia.

Más allá del capital, hay iniciativas regulatorias de toda índole. Entre otras, se han propuesto cambios en la contabilización de los activos financieros, ajustes en el calendario de provisiones y/o tasas sobre las transacciones financieras. Además, en ámbitos anglosajones, existen planes para desvincular la banca de inversión de la comercial. En Austria, se exige que las filiales en Europa del Este mantengan una ratio de créditos sobre depósitos inferior al 110%, lo que obliga a desinversiones. Y, por poner un último ejemplo, en Dinamarca, se implantó un estricto sistema de liquidación de entidades con participación del sector privado que desembocó en la quiebra de dos entidades y la instalación de la incertidumbre sobre el sistema.

En resumen, la presión sobre el sistema financiero proviene tanto de tensiones estructurales sobre el negocio como de tensiones por la necesidad de cumplir con nuevas exigencias regulatorias. Como resultado, entre 2008 y 2010, en Europa los estados se han visto obligados a reestructurar o liquidar hasta 37 entidades financieras en 14 países. Además, los estados europeos han destinado 1,1 billones de euros a avalar las emisiones de deuda de las entidades y otros 0,5 billones de euros a recapitalizarlas y otros apoyos. Pero, evidentemente, la situación no es la misma para todas las entidades. Aunque nadie es ajeno a las presiones, en función del modelo de negocio y, especialmente, la capacidad de gestión y anticipación, hay entidades que están sobrellevando mejor la situación y mantienen su capacidad de concesión de crédito, misión fundamental del sistema financiero para impulsar la economía.

*Este recuadro ha sido elaborado por Anna Mialet Rigau  
Departamento de Análisis Económico, Área de Estudios y Análisis Económico, "la Caixa"*

**El petróleo, en 107,4 dólares, sigue presentando una mayor resistencia a bajar que otras materias primas.**

### **Bajas generalizadas, a excepción del petróleo**

El precio del crudo se mantuvo prácticamente invariado entre el 22 de noviembre y el 22 de diciembre, cediendo un mínimo 0,7% que lo llevó a situarse en los 107,40 dólares por barril (calidad Brent, para entregas a un mes), un 15,9% por encima del nivel de inicios de año y un 14,4% por encima del nivel de hace un año.

El precio del petróleo siguió mostrando una resistencia a la baja a pesar de que la OPEP anunció que no bajaría la producción por debajo de los 30 millones de barriles diarios. Una posible explicación de esta resistencia a la baja, que contrasta especialmente con el precio de los metales, radica en que su demanda está reduciéndose a un ritmo menor que la demanda del resto de materias primas en general. Asimismo, la persistencia de la agitación polí-

tica en áreas productoras como el Norte de África y Oriente Medio y las tensiones en Irán y Rusia también vienen a apoyar los precios del crudo.

Las materias primas tuvieron un mes marcadamente bajista. El índice CRB cedió un 2,2% entre el 20 de noviembre y el 22 de diciembre, y acumula un descenso del 17,8% desde el máximo anual de inicios de abril. Los metales preciosos amplificaron las bajadas del índice general, una tendencia que incluyó al oro, que perdió un 5,1% en el mes y que, instalado en los 1.610,0 dólares por onza, se quedó en un 11,8% del máximo de agosto. Los metales básicos siguieron acusando la debilidad de la demanda de China, con bajas en el hierro y el aluminio. Sin embargo, el níquel y el cobre experimentaron repuntes como reacción a descensos anteriores. Entre los alimentos, predominaron las bajas, a excepción del trigo y el té.

**Continúa la tendencia bajista, que incluye al oro.**

# UNIÓN EUROPEA

## La eurozona: dirección correcta pero velocidad lenta en los cambios legislativos

Desde la fundación en los años cincuenta de la Comunidad Europea del Carbón y el Acero, embrión de la futura Unión Europea (UE), los países miembros han mantenido una clara tendencia hacia la unidad económica y política. La última cumbre europea, celebrada el 9 de diciembre, no ha sido una excepción y se profundizó esta vía a través de los acuerdos alcanzados.

Entre las principales medidas adoptadas destacan las siguientes: 1) El déficit fiscal estructural máximo permitido será del 0,5% sobre el producto interior bruto (PIB) y el déficit máximo convencional del 3% sobre PIB, como hasta ahora; 2) Cada estado debe incorporar en su legislación un mecanismo automático de reequilibrio fiscal en el caso de que se superen los máximos déficits citados anteriormente; 3) La Comisión Europea supervisará los presupuestos anuales de los miembros, que estén siendo objeto de un procedimiento por déficit excesivo, antes de que estos sean aprobados en los parlamentos respectivos; 4) Cuando la deuda de un estado supere el 60% de su PIB, este deberá obligatoriamente presentar un plan de reducción del endeudamiento; 5) Las sanciones por incumplimientos serán automáticas para los países que infrinjan las normas, excepto si una mayoría cualificada de estados miembros se opone; 6) El sector privado no asumirá pérdidas por el impago de un país miembro (no se repetirá el caso de Grecia); 7) El Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) se pondrá en marcha el 1 de julio de 2012. Tendrá

una capacidad de 500.000 millones de euros y sustituirá las estructuras temporales que constituyen la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera (FEEF) y el Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiero (MEEF).

Adicionalmente, los ministros de economía y finanzas están estudiando la posibilidad de aportar alrededor de 200.000 millones de euros al Fondo Monetario Internacional para que este pueda realizar préstamos adicionales a países de la UE.

Sin embargo, es necesario realizar dos matizaciones sobre el alcance de la reforma. En primer lugar, el nuevo tratado que se está redactando para recoger estas decisiones, no cuenta con el visto bueno del Reino Unido que ha preferido ejercer su derecho a veto. En cambio, el resto de países de la UE, sí han aceptado y aprobado las propuestas. En segundo lugar, existe una alta incertidumbre sobre el plazo de la aprobación definitiva (posiblemente marzo), la concreción de los detalles que tendrá mucha importancia y su forma de implementación legal.

Es precisamente esta falta de resolución sobre las decisiones de calado político y económico para atajar la crisis del euro, a lo largo de este año, la que está afectando negativamente a la actividad económica. En este sentido, el desglose del crecimiento del PIB del tercer trimestre pone en evidencia la atonía de la demanda agregada.

Detrás del moderado avance del PIB de la eurozona en el tercer trimestre, que se situó en 0,2% en términos intertrimestrales, encontramos el crecimiento moderado del

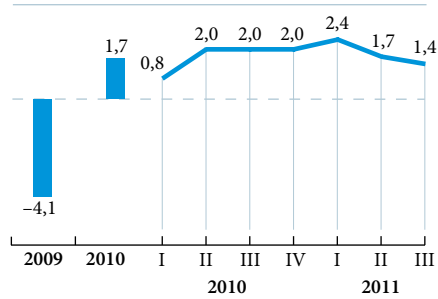
**La cumbre europea del 9 de diciembre aprueba un paquete de medidas para mejorar la gobernanza económica...**

**...aunque el Reino Unido ejerce su derecho de veto y se mantiene la incertidumbre sobre la concreción de los detalles del pacto.**

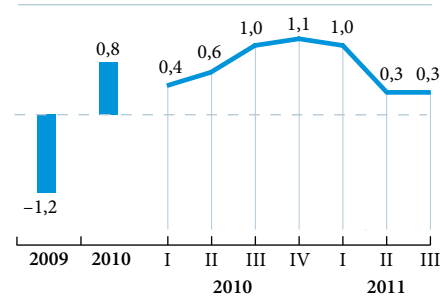
## EVOLUCIÓN DEL PIB DE LA ZONA DEL EURO POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual

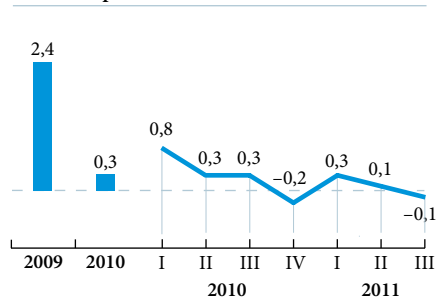
PIB



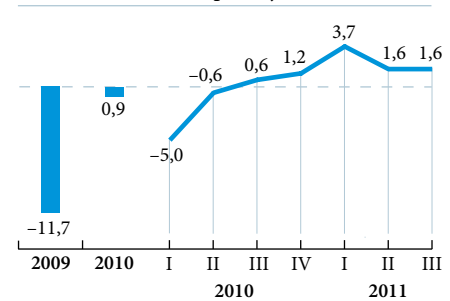
Consumo privado



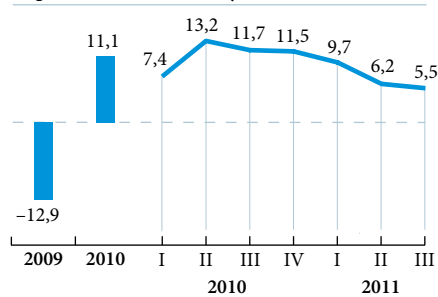
Consumo público



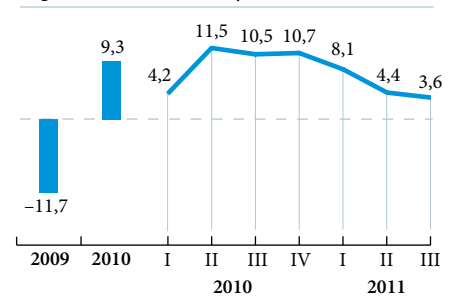
Formación bruta de capital fijo



Exportaciones de bienes y servicios



Importaciones de bienes y servicios



FUENTES: Eurostat y elaboración propia.

### Los indicadores de coyuntura económica reflejan la debilidad de la actividad económica.

consumo privado con un 0,3% y la discreta aportación de la inversión con un 0,1%, mientras que el continuado ajuste del gasto público presentó un crecimiento nulo en el tercer trimestre. Siendo la demanda exterior la que aportó en buena medida el crecimiento en el tercer trimestre en comparación con la demanda interna.

Esta tendencia de desaceleración de la actividad económica debería proseguir en los próximos trimestres según los indica-

dores económicos avanzados. Desde el punto de vista de la demanda, el consumo de las familias se deteriorará en los próximos meses. Por una parte, la desfavorable marcha del mercado laboral debería perjudicar la tendencia del consumo. La tasa de paro ha aumentado desde el 9,9% en abril hasta el 10,3% en octubre. Aunque pueda parecer un tímido avance, durante este periodo de seis meses en la eurozona se incrementó el número de parados en 634.000 personas.



Además, el endurecimiento de las concesiones de crédito bancario para las familias, según la última encuesta realizada por el Banco Central Europeo, y la incertidumbre política han desanimado al consumidor como refleja el índice de confianza del mismo que marcó un mínimo en el mes de noviembre que no se veía desde agosto de 2009.

Ante esta situación, no sorprende la debilidad de las ventas minoristas que en el mes de noviembre presentó un registro negativo de 0,4% interanual, acumulando seis meses de datos negativos.

Además, las exportaciones de la eurozona que han aportado crecimiento en los últimos trimestres es probable que pierdan algo de dinamismo ante la desaceleración económica mundial prevista para este año.

Por lo referente a la inversión, es también probable que se produzca una ralentización por el sensible deterioro de los índices de sentimiento empresarial en los últimos

meses. Por ejemplo, el indicador de confianza empresarial de la eurozona, calculado por la Comisión Europea, ha alcanzado un mínimo desde febrero de 2010 y lleva cayendo desde hace diez meses. Adicionalmente, la caída del grado de utilización de capacidad productiva hasta el 79,7%, por debajo de la media histórica desde el inicio de la serie de 81,6%, sugiere un menor dinamismo del componente de la inversión.

Desde la óptica de la oferta, la producción industrial del mes de octubre sigue su tendencia de desaceleración, iniciada en mayo de 2010, con un registro en el mes de octubre del 1,3% interanual. La caída de nuevas órdenes industriales y la dificultad en la obtención de crédito junto con la atonía de la demanda agregada explican en buena parte esta desaceleración industrial.

Por otra parte, el índice armonizado de precios al consumo en la eurozona del mes de noviembre presentó un crecimiento del 3% interanual, siendo los componentes más volátiles (energía y alimentación) los

**El endurecimiento en la concesión de crédito y la incertidumbre política desaniman al consumidor.**

**La producción industrial mantiene su tendencia de desaceleración.**

## ZONA DEL EURO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2009	2010	2010					
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre
PIB	-4,2	1,7	1,9	2,4	1,7	1,4	-	...
Ventas al por menor	-2,5	0,8	0,6	0,1	-0,5	-0,6	-0,4	...
Confianza del consumidor (1)	-24,8	-14,0	-10,4	-10,6	-10,4	-15,6	-19,9	-20,4
Producción industrial	-14,7	7,5	8,0	6,6	4,2	4,0	1,3	...
Sentimiento económico (1)	80,7	100,9	105,7	107,4	105,7	98,8	94,8	93,7
Tasa de paro (2)	9,5	10,1	10,0	10,0	10,0	10,1	10,3	...
Precios de consumo	0,3	1,6	2,0	2,5	2,8	2,7	3,0	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	1,6
Tipo de cambio efectivo nominal del euro (4)	111,7	104,7	104,4	103,7	106,4	104,6	104,0	103,5

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.

**Aumenta el riesgo de que el crecimiento del último trimestre del año 2011 y el primer trimestre de este año sean moderadamente negativos.**

responsables de dicho nivel, pues la inflación subyacente, excluidos estos epígrafes, se mantiene en el entorno del 1,6% interanual. Dada la situación económica y dependiendo de que no se produzca un aumento adicional del precio del petróleo la inflación europea debería moderarse en los próximos trimestres.

Una visión global de los indicadores económicos publicados sobre el conjunto de la eurozona insinúa una desaceleración de la actividad económica. En definitiva, ha aumentado el riesgo de que el crecimiento del último trimestre del año 2011 y el primer trimestre de este año sean moderadamente negativos. En clave de futuro, si hiciera falta destacar uno de los elementos fundamentales que marcará las perspectivas económicas para este año será el restablecimiento de los canales crediticios.

**Debilidad de la coyuntura germánica en el cuarto trimestre.**

Precisamente, este aspecto ha sido clave para que el Banco Central Europeo tomara la decisión de realizar una subasta a tres años de liquidez en la que ha concedido 489.000 millones de euros a 523 entidades de crédito. El éxito de esta subasta puede ser un elemento importante para aliviar las tensiones de liquidez en los mercados interbancarios.

Es evidente que al no haber descendido de forma considerable el nivel de incertidumbre, los mercados financieros mantendrán su volatilidad. Esto implica difíciles condiciones para lograr financiación en los mercados mayoristas por parte de los bancos europeos. Precisamente, uno de los grandes riesgos para la actividad económica proviene del impacto de un endurecimiento adicional en el tiempo y en las condiciones en la concesión de crédito por parte de las instituciones de crédito al resto de sectores económicos.

**Mantenemos la previsión de un crecimiento del PIB alemán del 0,7% en 2012, pero con riesgos a la baja.**

En resumen, las importantes decisiones aprobadas en la cumbre europea de

diciembre van en la dirección correcta aunque no se ha despejado toda la incertidumbre sobre el proceso de resolución de la crisis del euro. Además, los indicadores de coyuntura económica sugieren que podríamos haber entrado en un periodo de crecimiento económico negativo para el conjunto de la eurozona. La futura tendencia del crecimiento económico irá íntimamente ligada a la distensión en los mercados financieros para que pueda volver a fluir el crédito a los consumidores y empresarios.

**Se frena el deterioro del sentimiento económico alemán en diciembre**

La economía germánica ha consolidado en 2011 la salida de la gran recesión de 2008-2009 y su PIB ha superado el nivel previo a la crisis. La demanda interna ha tomado el relevo a la exterior, si bien esta todavía ha contribuido positivamente. De esta forma, en 2011 el PIB alemán habrá crecido en torno al 3% si se confirman las previsiones, aunque esta cifra supone una desaceleración respecto al aumento del 3,6% registrado en 2010. No obstante, en el cuarto trimestre los indicadores disponibles apuntan a un liviano incremento o incluso a una leve contracción tras el robusto ascenso trimestral del periodo julio-septiembre.

En los primeros compases de 2012 probablemente persistirá la debilidad de la coyuntura. Sin embargo, en diciembre se ha frenado el deterioro del sentimiento económico. Así, el índice Ifo subió más de lo esperado, anotando una mejora por segundo mes consecutivo. El indicador ZEW aumentó por primera vez en nueve meses. El índice PMI recuperó la cota de los 50 puntos, que señala la expansión. Todo esto apunta a un fondo de fortaleza de la economía teutona, por lo que mantenemos nuestra previsión de un alza del 0,7% interanual en 2012. No obstante, cabe señalar riesgos a la baja si empeorase

## ALEMANIA: 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	Noviembre
PIB	-5,1	3,6	3,8	4,6	2,9	2,6	-	...
Ventas al por menor	-3,2	1,4	1,1	0,8	2,4	0,8	1,2	...
Producción industrial	-15,5	10,0	11,7	12,8	8,1	8,1	4,0	...
Índice de actividad empresarial (Ifo) (*)	90,7	107,8	113,4	114,7	114,2	109,6	106,4	106,6
Tasa de paro (**)	7,8	7,1	6,7	6,3	6,0	5,8	5,5	...
Precios de consumo	0,4	1,1	1,5	2,1	2,3	2,4	2,5	2,4
Balanza comercial (***)	138,7	154,9	154,9	157,9	159,0	159,7	156,8	...

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.

la crisis de la deuda soberana, dada la importancia del comercio exterior con los socios de la eurozona.

El consumo privado será el principal soporte del crecimiento económico en 2012. Las expectativas sobre la coyuntura por parte de los consumidores mejoraron por primera vez en cinco meses según el indicador GfK y la confianza del consumidor se mantiene en un nivel sensiblemente por encima del promedio histórico.

Este optimismo se sustenta en el aumento de la renta disponible real y en las perspectivas favorables del mercado laboral. Aunque la reforma fiscal anunciada en noviembre favorable a los hogares era para los años 2013 y 2014, en 2012 hay otros cambios en la fiscalidad de las familias, como una mejora en la consideración de los gastos de cuidado de los niños. Por otra parte, en noviembre el indicador BA-X de demanda de trabajo alcanzó un nivel elevado y el paro continuó disminuyendo. Con todo, el incremento del consumo privado probablemente se moderará en cierta medida.

En cuanto a la inversión, mantendrá un cierto vigor dada la pulsión de la demanda interna. En octubre de 2011 la producción de bienes de equipo anotó un fuerte incre-

mento mensual del 2,2%. Sin embargo, la inversión en bienes de equipo tenderá a moderarse a causa de la desaceleración de la economía global.

Desde el lado de la oferta, en octubre los pedidos industriales se elevaron el 5,2% después de tres meses de retrocesos. Aunque su nivel es relativamente elevado, se constata una pérdida de dinamismo, por lo que es probable que el sector secundario se ralentice en los próximos meses. Por lo referente a la construcción, en el periodo enero-septiembre de 2011 los permisos de viviendas ascendieron el 21,6% interanual. No obstante, en octubre los nuevos contratos en la construcción bajaron el 6,0% en términos reales en comparación con el mismo mes de 2010. De esta forma, también desde el punto de vista de la oferta el panorama apunta a una deceleración de la actividad en 2012, pero cabe mantenerse moderadamente optimistas.

### La economía francesa, en una fase de debilidad

Después del verano el clima económico se ha ido enturbiando en Francia en el marco de la crisis de la deuda soberana de la eurozona. Los indicadores económicos

**El consumo privado será el principal soporte del crecimiento económico teutón en 2012.**

## Posible ligera contracción de la economía gala en el cuarto trimestre de 2011.

avanzados disponibles apuntan a una sensible desaceleración económica en el cuarto trimestre después de haberse registrado un crecimiento económico del 0,4% trimestral en el tercero. Así, el índice de sentimiento económico continuó descendiendo en diciembre, señalando perspectivas desfavorables. De este modo, podría producirse una nueva ligera contracción del PIB, tras la anotada en el segundo trimestre de 2011.

Desde el lado de la demanda, se constata un débil avance del consumo de las familias. El consumo de bienes manufacturados por parte de los hogares se estabilizó en octubre en relación con el mes anterior. La cifra de ventas minoristas apenas subió el 0,1% trimestral en el periodo septiembre-noviembre. Y las perspectivas a corto plazo parecen ir a peor, ya que la confianza del consumidor volvió a descender en noviembre, afectada por el estancamiento del poder adquisitivo y por temores de un repunte del paro. En cuanto a la inversión en bienes de equipo, dada la persistencia de la utilización de la capacidad productiva en niveles bajos, la ralentización de la demanda y el endurecimiento de las condiciones de financiación, probablemente seguirá mostrando un bajo tono.

Por lo referente al sector exterior, el déficit comercial se corrigió ligeramente en octu-

bre. Esto se produjo gracias a que las exportaciones aumentaron el 0,5% intermensual, mientras que las importaciones retrocedieron el 0,3%. Sin embargo, dadas las perspectivas de la demanda exterior, sobre todo en la eurozona, lo más probable es que la contribución exterior en el cuarto trimestre vuelva a ser negativa tras la aportación positiva en los trimestres previos.

Desde el punto de vista de la oferta también se aprecia un deterioro general de las expectativas a corto plazo. La producción industrial registró un crecimiento intertrimestral nulo en octubre y la variación interanual de los tres últimos meses se colocó en un moderado 2,3%. El nivel de las carteras de pedidos disminuyó hasta por debajo del nivel normal, y se constataba una pérdida de dinamismo. Así, el clima del sector bajó en diciembre, alejándose del nivel de largo plazo. En los servicios también empeoró el sentimiento económico. Y el clima en la construcción se mantenía por debajo del promedio histórico.

En este entorno, se han producido advertencias de agencias de calificación crediticia de que la deuda soberana gala podría perder el máximo *rating* en caso de que la coyuntura del área del euro se agravase, ya que la economía francesa no resultaría incólume. No obstante, gracias a los esfuerzos desplegados por las autoridades

## Deterioro generalizado de los indicadores avanzados del lado de la oferta.

### 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	Noviembre
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	-1,2	0,5	...
Producción industrial	-12,6	4,6	4,3	4,8	2,0	2,8	1,8	...
Tasa de paro (*)	9,5	9,8	9,7	9,7	9,7	9,8	9,8	...
Precios de consumo	0,1	1,5	1,7	1,8	2,1	2,1	2,3	2,5
Balanza comercial (**)	-44,8	-51,5	-51,5	-59,3	-64,4	-68,7	-71,6	...

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.

europas y francesas la prima de riesgo de la deuda soberana gala respecto a la alemana a diez años era de unos 107 puntos básicos hacia el final de diciembre, sensiblemente por debajo del récord de 189 desde el lanzamiento del euro anotado el 16 de noviembre. No obstante, la prima era sustancialmente mayor que la registrada al comienzo del ejercicio 2011, de 47 puntos básicos.

Por otro lado, en este marco en la segunda semana de diciembre la agencia de calificación Moody's rebajó en un escalón el *rating* a largo plazo de los grandes bancos Société Générale, BNP Paribas y Crédit Agricole. Las tensiones financieras están empezando a mostrarse también en una desaceleración del crédito bancario a las empresas y los hogares.

Respecto a las previsiones para 2012, la atonía de los últimos meses tenderá a continuar al comienzo del año. No obstante, para el conjunto del ejercicio mantenemos nuestra previsión de expansión del PIB del 0,5%. Cabe señalar que existen marcados riesgos a la baja, en parte por el efecto de las medidas de austeridad. No obstante, si se restableciese la confianza en la eurozona podría sobrepasarse esta cota de crecimiento.

## Italia: al borde de la recesión económica

El instituto de estadística italiano publicó el 21 de diciembre la variación del PIB del tercer trimestre, que resultó del -0,2% con relación al segundo. Fue la primera caída del nivel de la actividad económica desde el final de 2010. Todos los componentes de la demanda interna tuvieron una evolución negativa, lo que no pudo ser compensado totalmente por la contribución de la demanda externa. En términos interanuales la tasa de expansión continuó reduciéndose hasta solo el 0,2%. En el cuarto trimestre probablemente continuará la debilidad, pues los indicadores disponibles apuntan a una fuerte desaceleración. De este modo, en el conjunto de 2011 el PIB habrá crecido alrededor de medio punto, la mitad de lo que preveía el consenso de economistas un año antes.

En 2012 las previsiones no son mejores. El nuevo gobierno presidido por el excomisario europeo Mario Monti aprobó un decreto al principio de diciembre para enderezar la crítica situación económica italiana. El denominado decreto salva-Italia supone un duro ajuste presupuestario, complementado con medidas para estimular la economía y una primera fase de

**Las tensiones financieras empiezan a reflejarse en una desaceleración del crédito a empresas y familias.**

**Retroceso del PIB transalpino en el tercer trimestre, con visos de continuidad.**

### 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	Noviembre
PIB	-5,1	1,4	1,6	0,8	0,7	0,2	-	...
Ventas al por menor	-1,7	0,1	0,1	-0,4	-0,3	-1,4	-1,3	...
Producción industrial	-18,7	6,5	5,7	2,4	1,6	-0,1	-3,2	...
Tasa de paro (*)	7,8	8,4	8,3	8,2	8,1	8,2	8,5	...
Precios de consumo	0,8	1,5	1,7	2,3	2,6	2,8	3,4	3,3
Balanza comercial (**)	-5,9	-29,3	-29,3	-34,9	-36,0	-34,0	-32,8	...

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.

**El decreto salva-Italia del nuevo gobierno de Mario Monti va en la dirección correcta, pero a corto plazo tendrá un efecto contractivo.**

reformas estructurales para recuperar la competitividad perdida. Estas decisiones son necesarias y van en la dirección correcta. No obstante, el efecto a corto plazo de este paquete tiende a deprimir la actividad al subir los impuestos y recortar los gastos públicos. De esta manera, en un contexto de desaceleración de la economía mundial y el impacto de las medidas de austeridad, el PIB podría contraerse por lo menos un punto porcentual en 2012.

El decreto salva-Italia representa una reducción presupuestaria de unos 20.000 millones de euros estructurales para el trienio 2012-2014 y actualmente está en trámite parlamentario para su conversión en ley, pero ya está en vigor. Entre sus principales medidas, figuran el alza de los impuestos: subida del IVA (del 21 al 23% y del 10% al 11% a partir de septiembre de 2012), la reintroducción de un impuesto municipal sobre la primera vivienda, impuestos sobre algunos bienes de lujo (coches de gran cilindrada, yates y aviones), junto con la lucha contra la evasión fiscal con la prohibición del uso del efectivo para pagos superiores a 1.000 euros. Entre los recortes de los gastos cabe mencionar la reforma de las pensiones, con modificaciones en su cálculo, la disolución de algunos entes públicos y la renuncia del primer ministro a su sueldo.

Una parte del ahorro presupuestario se destinará a impulsar el crecimiento económico, con beneficios fiscales para la contratación laboral e incentivos para la capitalización de las empresas. Asimismo, se procederá a la liberalización de sectores y actividades económicas.

Una finalidad del nuevo paquete es asegurar la consecución del equilibrio presupuestario en 2013. Por otra parte, las cuentas del Estado acumuladas hasta noviembre estaban en línea con los objetivos, tanto por el lado de los gastos como los ingresos.

Por otro lado, a mediados de diciembre el Senado aprobó una propuesta de ley para introducir en la constitución el equilibrio entre entradas y gastos, un nuevo avance hasta el objetivo final.

Los mercados acogieron el decreto salva-Italia de una manera favorable. Así, el diferencial entre la rentabilidad de las obligaciones del Estado italianas y las alemanas a diez años, que había alcanzado un máximo de 550 puntos básicos el día 9 de noviembre, se redujo hasta 373 el 6 de diciembre, con la publicación del decreto. No obstante, volvió a repuntar sensiblemente posteriormente. A pesar del notable apoyo parlamentario logrado por el nuevo gobierno, la típica inestabilidad política transalpina augura una fase de volatilidad de la prima de riesgo de la deuda subalpina.

### **Reino Unido: nuevos desafíos políticos**

En el Reino Unido, en los últimos meses, se han producido dos decisiones políticas trascendentales. En primer lugar, en la última cumbre europea de jefes de Estado y jefes de Gobierno, celebrada el 9 de diciembre, el primer ministro británico utilizó su poder de veto para evitar que el Reino Unido se adhiriese al nuevo tratado para reforzar la disciplina fiscal en la eurozona. David Cameron considera que las condiciones acordadas por sus socios europeos son inaceptables para el Reino Unido, al no haberse aceptado salvaguardas especiales para el sistema financiero del país. Este último tiene un peso considerable en el producto interior bruto del país ya que, según un informe del Banco de Inglaterra, es alrededor de un 10%.

La segunda decisión política importante se produjo con el tradicional discurso de otoño del ministro de finanzas, George

Osborne, para anunciar un ambicioso plan de medidas de estímulo de la economía. El objetivo es relanzar la economía en un entorno complicado como reconoce la propia Oficina de Responsabilidad Presupuestaria Británica (ORPB) que rebajó el crecimiento previsto para el año 2012 en el Reino Unido desde el 2,5% hasta el 0,7%. Nuestra previsión avanzada el mes anterior coincide con la ORPB.

De las medidas económicas anunciadas por George Osborne son destacables cuatro. En primer lugar, un plan de inversiones en infraestructuras dotado con 6.300 millones de libras esterlinas para ejecutar hasta 500 proyectos de obra pública. Además, espera convencer a los fondos de pensiones privados para que inviertan hasta 20.000 millones de libras en los próximos años en este tipo de proyectos. En segundo lugar, el Gobierno subirá, por tercera vez, la tasa sobre los bancos hasta el 0,088%. Con esta medida aspira a recaudar unos 3.000 millones de libras. En tercer lugar, ha anunciado que los salarios de los funcionarios, actualmente congelados, solo podrán subir un 1% en los dos siguientes años. Finalmente, el Reino

Unido elevará la edad de jubilación de 66 a 67 años en 2026.

El responsable del tesoro británico ha reconocido que el *stock* de deuda con respecto al PIB alcanzará un máximo del 78% en el año fiscal que finaliza el 31 de marzo de 2015. Ante la rebaja de las perspectivas oficiales de crecimiento, el Gobierno aspira ahora a cumplir su objetivo de inicio de reducción del *stock* de deuda con un año de retraso, el 31 de marzo de 2016, más allá de las próximas elecciones generales previstas en 2015. Ante este panorama no es sorprendente que la agencia de *rating* Moody's haya anunciado que el agravamiento de las finanzas públicas del Reino Unido reduce sustancialmente la capacidad del país para mantener la máxima calificación crediticia.

Este plan económico intenta relanzar la economía en un entorno en el que los datos de coyuntura económica reflejan el débil tono de la economía británica. Desde la óptica del consumo las ventas minoristas del mes de noviembre presentaron un crecimiento del 0,7% interanual, inferior al registro del mes anterior del 1,2%.

**El ministro de finanzas anuncia un ambicioso proyecto para relanzar la economía en el Reino Unido.**

## REINO UNIDO: 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	Noviembre
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	1,2	0,7
Producción industrial	-10,1	2,2	3,0	1,3	-1,3	-1,4	-1,7	...
Tasa de paro (1)	4,7	4,7	4,5	4,5	4,7	4,9	5,0	5,0
Precios de consumo	2,1	3,3	3,4	4,2	4,4	4,7	5,0	4,8
Balanza comercial (2)	-82,4	-96,2	-96,2	-98,4	-98,7	-100,8	-101,4	...
Tipo de interés líbor 3 meses (3)	1,2	0,7	0,7	0,8	0,8	0,9	1,0	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	80,1

NOTAS: (1) Porcentaje sobre población activa.

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

(3) Promedio del periodo.

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

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

**En Europa emergente, la entrada de la eurozona en recesión obliga a revisar a la baja las previsiones de crecimiento para 2012.**

Movimiento afectado por el deterioro de la renta disponible de los consumidores y de un ligero aumento de la tasa de paro que se mantiene en el 5%. Desde el punto de vista de la oferta, la producción industrial del mes de octubre cayó un 1,7% interanual siendo el octavo mes consecutivo que presenta un crecimiento negativo. Uno de los pocos indicadores positivos ha sido la inflación que descendió dos décimas en el mes de noviembre, con respecto al mes anterior, presentando un crecimiento del 4,8% interanual.

### **Europa emergente: previsiones a la baja**

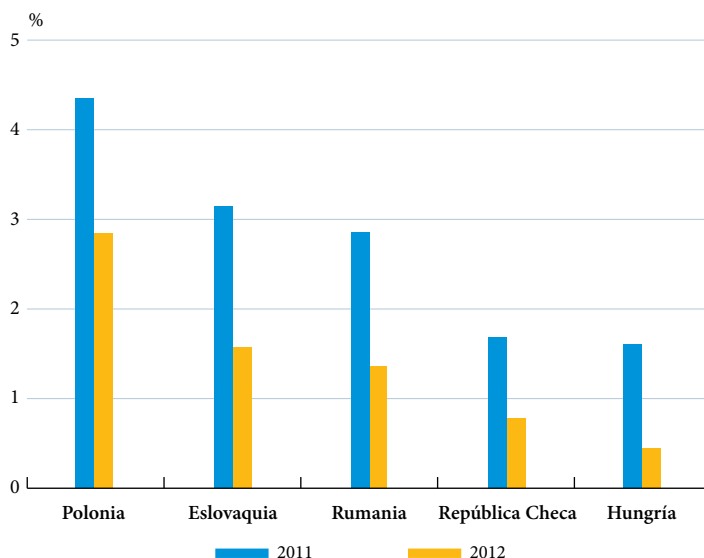
Europa emergente está cambiando de tercio económico. En fuerte contraste con su evolución coyuntural pasada, todavía relativamente dinámica, comienza a existir evidencia sustantiva que el tramo final de 2011 habrá sido notablemente débil, y todo apunta a que en los primeros meses de

2012 la tendencia irá a peor. A pesar de ello, a medida que avance el próximo ejercicio la actividad debería recuperarse con cierta celeridad y acabar dicho 2012 en una fase más vigorosa, antesala de un 2013 sensiblemente mejor. Desarrollemos con cierto detalle los argumentos que construyen el escenario.

De entrada, el punto de partida son los indicadores de actividad conocidos. En particular, el de sentimiento económico, cuyo carácter agregado y la disponibilidad de los datos de octubre y noviembre nos hace esperar que el ritmo de crecimiento haya sido reducido en el cuarto trimestre en la República Checa, Hungría, Eslovaquia y Rumania. La salvedad, derivada de la inercia de su demanda interna, será Polonia, que mantendrá un ritmo apenas inferior al buen registro del tercer trimestre. A partir de ahí, el primer trimestre será probablemente el más débil desde la recesión de 2009. En el conjunto de 2012, el grupo de cinco países crecerá un pro-

## **EUROPA EMERGENTE ENCARA UN 2012 DE BAJO CRECIMIENTO**

Crecimiento real previsto



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



medio del 1,4%, prácticamente la mitad que en 2011 y lejos del 2,3% que se preveía pocos meses atrás.

Se trata de cifras notablemente peores que las que manejábamos a la vuelta del verano y que se justifican en base a dos desarrollos negativos que, a pesar de estar anticipados, están tomando un cariz más grave de lo esperado. El primero de dichos desarrollos es la revisión a la baja del crecimiento previsto en la eurozona. Solo tres meses atrás, el conjunto de los analistas manejaban un crecimiento en el grupo de la moneda única del orden del 1,3% para 2012. Las previsiones más recientes laminan esta cifra hasta un avance del PIB del 0,3%. Además, la probabilidad de que se acaben produciendo cifras aún peores en la eurozona ha aumentado. En definitiva, el mercado de referencia de Europa emergente, la eurozona, se aleja del escenario de desaceleración moderada para adentrarse en el de la desaceleración más acusada.

Los desarrollos negativos de la eurozona no se circunscriben al ámbito de la actividad. Los últimos coletazos de la crisis de la deuda soberana han afectado de forma negativa y sincronizada a los indicadores de riesgo-país de las cinco economías mencionadas. Aunque el mercado discrimina en función de fundamentales diferentes (en particular, asignando más riesgo de solvencia a Hungría que al resto), el repunte de la prima de riesgo se ha movido al son de la evolución de las primas de riesgo de los países más afectados de la eurozona.

En definitiva, la suma de estos dos eventos (desaceleración económica más aguda de lo esperado en la zona del euro y mayor contagio del estrés financiero) justifica la revisión a la baja del crecimiento previsto. En esta tesitura, cabe cuestionarse qué sucedería si 2012 acaba circulando por derroteros aún peores de lo esperado y la

recesión suave que se espera en los países del euro en los trimestres cuarto y primero acaba mutando en una recesión grave en toda regla. Una forma simple de analizar cuáles serían los países más perjudicados en esta tesitura es clasificar a los cinco países en función de su nivel de riesgo-país y de grado de exposición comercial a la eurozona. La lógica intuitiva que subyace a esta categorización es considerar que si se produce una recesión grave en sus mercados de exportación, los países con mayores niveles de riesgo-país dispondrán de menor margen de maniobra fiscal para paliar la pérdida de actividad.

Bajo estas premisas, el eslabón débil de la región es Hungría, cuyas exportaciones a la eurozona equivalen al 38% del PIB y su prima de riesgo se sitúa, para los bonos a tres años, en la zona de los 500 puntos básicos. No es de extrañar que, ante los riesgos fiscales y económicos, el Gobierno magiar haya iniciado contactos con el Fondo Monetario Internacional y la Unión Europea para acceder a alguna modalidad de crédito internacional de tipo preventivo. Aunque las negociaciones se prevén complicadas, habida cuenta de la forma poco convencional con la que el Gobierno ha tratado de domeñar el déficit público, una primera señal alentadora ha sido la disposición del Gobierno de modificar la lesiva legislación bancaria que se ha ido desplegando en los últimos dos años.

En posición prácticamente opuesta se encuentra Polonia. Aunque el margen de maniobra fiscal no es tan amplio como el que disponía (y aprovechó) en 2009, su menor exposición comercial (la exportación a la eurozona representa poco menos del 20% del PIB) la aísla un tanto del ciclo de Alemania y otros países del euro. Además, la prima de riesgo-país, levemente por encima de los 200 puntos, no representa la fuerte restricción bajo la que opera la política fiscal húngara.

**En 2012, el crecimiento conjunto será del 1,4%, la mitad del de 2011.**

**Las tensiones de la deuda periférica contagian las primas de riesgo de Europa emergente.**

**Si la situación en la eurozona empeorase, Hungría podría ser el país más afectado y Polonia, el menos.**

Los otros tres países se encuentran en posiciones de riesgo intermedias. El impacto vía exportación es mayor en la República Checa y Eslovaquia, pero las dudas de solvencia pública son más acuciantes en Rumania. En definitiva, y a pesar de que las reflexiones anteriores no pretenden resumir todos los riesgos idiosincráticos nacionales, creemos que en un escenario más adverso, Hungría estaría

muy expuesta, siendo los siguientes candidatos a ver su crecimiento lastrado Rumania, Eslovaquia y la República Checa. En todos estos casos, en un escenario de recesión grave en la zona del euro, las economías respectivas entrarían en recesión. Polonia, que indudablemente vería laminado su crecimiento, podría evitar la caída del PIB o, de producirse, sería de escasa magnitud.

## ¿Juntos pero no revueltos? Separación de actividades en la banca

En noviembre de 1999, Estados Unidos enterró oficialmente la *Glass-Steagall Act*, con la que había mantenido durante más de 65 años la separación total entre las actividades de banca de inversión y banca minorista. Apenas 9 años después, las hipotecas *subprime* desataban la peor crisis financiera desde la Gran Depresión. Se hicieron de nuevo evidentes los numerosos conflictos de interés planteados por la integración de ambas actividades en una misma entidad bancaria. Por ello, muchos reclaman de nuevo su separación total, argumentando que la banca de inversión es demasiado arriesgada y que se está financiando, en parte, gracias al seguro implícito que proporcionan la garantía de depósitos de la banca minorista y el hecho de haberse convertido en entidades demasiado grandes y complejas. Algunas voces van incluso más allá y abogan por el *narrow banking*, es decir, exigen que a las entidades que captan depósitos se les prohíba cualquier actividad que entrañe riesgo, incluyendo la de concesión de crédito. Sin embargo, la existencia de motivos de eficiencia a favor de la integración de actividades complica la decisión de los reguladores. Ante este hecho, ¿qué alternativas tienen estos para afrontar el problema?, ¿qué factores hay que tener en cuenta?

La integración, en una misma empresa, de actividades sujetas a regulación y actividades no reguladas plantea importantes problemas no solo en banca sino también en otros sectores. En el caso de la banca, la actividad regulada es la captación de depósitos. En cambio, monitorizar los riesgos asociados a la banca de inversión no se había considerado necesario. Al dirigirse a inversores cualificados, y pese a la complejidad y la continua innovación de sus productos, se suponía (al menos hasta ahora) que estos disponían de las capacidades técnicas y los incentivos suficientes como para supervisar ellos mismos los riesgos incurridos por el banco de inversión. Cuando una misma entidad bancaria desarrolla ambos tipos de actividad, la regulada y la no regulada, monitorizar los riesgos que pueden recaer sobre la primera se torna hartamente difícil para el supervisor por la complejidad añadida del segmento de inversión. Al tener el supervisor menor capacidad para observar el nivel real de riesgo, crecen los incentivos de la entidad a tomarlo en exceso y a utilizar su mayor rendimiento para expandirse en el mercado. La situación se agrava si los inversores institucionales perciben que la entidad goza de cierta probabilidad de rescate derivada de su actividad minorista, de la complejidad de su estructura o de su tamaño y, en consecuencia, relajan su supervisión.

La experiencia de otras industrias con problemas similares –como la electricidad, el gas o las telecomunicaciones– muestra que la solución no tiene por qué ser necesariamente un todo o nada, sino que es posible introducir cierta gradación en el nivel de separación de actividades. La idea que subyace en la regulación de estas industrias es que, en mayor o menor medida, detrás de la integración de actividades está el aprovechamiento de economías de alcance. Sin embargo, la mayor eficiencia que de ello se deriva debe poder trasladarse a los usuarios de forma significati-

va, lo cual conlleva limitar el potencial de abuso de poder de mercado de la empresa integrada. En este sentido, los marcos reguladores varían entre industrias y países en función del grado de separación preferido, yendo de la mera separación contable, a la separación legal en dos empresas y hasta llegar a la separación estructural, que elimina cualquier tipo de vínculo de propiedad entre estas. A mayor grado de separación, menor aprovechamiento de las economías de alcance pero menor potencial de abuso y mayor facilidad de supervisión (véase tabla siguiente).

Así, cuando las economías de alcance entre la actividad regulada y la no regulada son muy elevadas, las consideraciones de eficiencia priman en la decisión. En ese caso, se mantiene la integración de ambas actividades pero a cambio se instala un régimen de supervisión muy intrusivo e intensivo en información, tanto de carácter económico como técnico. La capacidad técnica y los poderes del supervisor deben ser muy elevados, pues debe poder detectar y corregir cualquier aspecto que pueda llevar a la empresa a utilizar la regulación en su propio interés. Cuando las economías de alcance no son lo suficientemente importantes como para justificar los recursos necesarios para conseguir una supervisión eficaz, aún es posible aprovecharlas en parte imponiendo la separación legal de las actividades en dos empresas distintas pero pertenecientes a un mismo grupo. El éxito de esta alternativa radica en minimizar los conflictos de interés y evitar que la empresa regulada dé un trato preferencial a la empresa no regulada, forzándola a mantener la misma conducta que mantendría con terceros. Esto reduce la capacidad de ambas de arbitrar la regulación y, junto a su menor complejidad, facilita la tarea de supervisión. Finalmente, tan solo cuando las economías de alcance son poco importantes o las consecuencias de una mala supervisión son demasiado costosas se ha optado por la separación estructural en estas industrias.

#### ASPECTOS CLAVE PARA DETERMINAR EL GRADO DE SEPARACIÓN ENTRE ENTIDADES

Intensidad de las economías de alcance	Requerimientos técnicos y de información por parte del supervisor	Consecuencias de errores en la supervisión	Grado de separación
Elevada	Factibles de satisfacer	Fácilmente remediables	Separación contable
Elevada	Factibles de satisfacer	Remediables	Separación contable con restricciones de conducta
Moderada	Moderadamente factibles	Difícilmente remediables	Separación legal
Moderada	Elevados	Difícilmente remediables	Separación legal con restricciones a la estructura del grupo
Baja	Demasiado elevados	Irremediables	Separación estructural

FUENTE: Elaboración propia.

Trasladando este marco conceptual al caso bancario, las diferencias entre la solución adoptada por el Reino Unido y la adoptada por Estados Unidos se hacen palpables.

El Reino Unido ha optado por exigir una separación legal entre actividades con la introducción del *retail ring-fence*. Así, las actividades que presentan fuertes economías de gama con la captación de depósitos y el sistema de pagos, y cuyo riesgo puede ser razonablemente supervisado, están permitidas para los bancos que gocen de la garantía de depósitos. Estas incluyen la concesión de créditos a hogares y pymes, pues su combinación con la acti-

vidad de depósitos permite recabar información acerca de la calidad del prestatario y minimiza los problemas de información asimétrica. Igualmente, se incluye la mayoría de servicios ofrecidos por la banca minorista tradicional, por motivos de diversificación y de preferencias del consumidor para cubrir la mayor parte de sus necesidades financieras a través de una única entidad. De este modo, estas actividades podrán llevarse a cabo en una misma entidad, sujeta a mayor regulación por el carácter esencial de sus servicios.

Las actividades que no son necesarias para la provisión de estos servicios y que, en cambio, introducen riesgo innecesario y complican la supervisión, deberán separarse en otra entidad que no podrá estar participada por el banco *ring-fenced* (aunque ambas podrán pertenecer a un mismo *holding*). Estas incluyen todas las de la banca de inversión, así como aquellas que den lugar principalmente a riesgo de mercado o a riesgo de contrapartida. Por otro lado, los lazos operacionales entre ambas entidades deberán permitir al banco *ring-fenced* operar con normalidad independientemente de la salud financiera del resto del *holding*. En cuanto a los lazos económicos, estos deberán evitar el trato preferencial. Es decir, cualquier transacción entre ambos bancos deberá ser valorada como si hubiera sido llevada a cabo entre entidades totalmente independientes. Junto al resto de provisiones propuestas por la Comisión Vickers y las nuevas regulaciones internacionales sobre la llamada banca en la sombra, el Reino Unido confía en que ello baste para moderar los conflictos de interés de la banca de inversión.

Estados Unidos, en cambio, ha optado por reintroducir la separación estructural a través de la *Volcker Rule*, aunque contempla un rango de actividades separadas mucho más restringido que en el caso inglés. En particular, prohíbe a los bancos realizar inversiones por cuenta propia, así como invertir o respaldar *hedge funds* o *private equity funds*. Sin embargo, en aras de preservar «la liquidez y la robustez del mercado de capitales y la intermediación financiera», la ley permite ciertas excepciones, como las actividades de creación de mercado o de suscripción de valores. En la práctica, no obstante, estas son difíciles de distinguir de la inversión por cuenta propia por lo que ni la eliminación del riesgo es total ni la necesidad de supervisión intensiva ha desaparecido.

Está por ver cuál de los dos regímenes funcionará mejor. En todo caso, lo que sí parece cierto es que los requerimientos de información para el supervisor que son necesarios para que cualquiera de las dos alternativas sea efectiva no se alcanzan en la actualidad. Habrá que esperar que el resto de reformas que se están implementando sobre la banca en la sombra cambien esta situación.

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

# MERCADOS FINANCIEROS

## Mercados monetarios y de capital

### Un año de adversidades

Desde el punto de vista de los mercados financieros el balance de 2011 no ha sido muy favorable. La ralentización de la actividad económica mundial, el aumento de los desequilibrios fiscales imperantes a ambos lados del Atlántico y las políticas monetarias restrictivas de los países emergentes durante los tres primeros trimestres han sido los principales obstáculos que han influido en la toma de decisiones de los inversores. Adicionalmente a estos factores, durante la primera mitad del año, también concurren en el escenario financiero una serie de eventualidades de diversa naturaleza –el terremoto de Japón y las revueltas sociales en Oriente Medio– que añadieron mayores dosis de tensión en los mercados. El efecto conjunto de estos factores ha dado como resultado un espectro financiero donde la falta de confianza de los inversores y la aversión al riesgo afectaron negativamente el precio de los activos financieros.

De cara al nuevo ejercicio, las perspectivas para los mercados se presentan sujetas a un elevado grado de incertidumbre. Aunque, por el contrario, el horizonte a medio y largo plazo se vislumbra más favorable, en base a la confianza en los resultados de las políticas monetarias y fiscales adoptadas en las economías desarrolladas y a la recuperación del pulso del crecimiento económico mundial.

### El objetivo del crecimiento económico se impone en las estrategias monetarias

Desde el verano, la mayoría de los indicadores económicos han venido dando

muestras de la ralentización del ritmo de crecimiento de la actividad a nivel mundial. En las economías desarrolladas la pérdida del pulso del crecimiento ha sido producto de la materialización de algunos de los riesgos derivados de las crisis financieras norteamericana y europea y de las políticas que se adoptaron para su solución. Por su parte, las tasas de crecimiento de los países en vías de desarrollo se han refrenado como consecuencia de las políticas económicas restrictivas aplicadas por sus autoridades durante varios trimestres y por la reducción de la inversión extranjera occidental. Aunque el grado de la moderación del crecimiento difiere según el área geográfica, un elemento común a la mayoría de los países es la persistencia de las tensiones inflacionistas derivadas del encarecimiento de las materias primas. Ante esta coyuntura, los distintos responsables monetarios han comenzado a dar un giro en sus estrategias anteponiendo en la mayoría de los casos el objetivo del crecimiento de la economía al de la estabilidad de precios.

En Estados Unidos, el mensaje transmitido por la Reserva Federal (Fed) sobre la economía y la estrategia monetaria de la entidad estuvo en la línea de los meses anteriores. Después de la última reunión del comité ejecutivo del banco central su presidente, Ben Bernanke, confirmó la ligera mejoría que desde el verano está experimentando la economía norteamericana. La progresión favorable de indicadores como el consumo de las familias y la inversión de las empresas están aportando un mayor grado de continuidad al proceso de recuperación de la economía. Pero como reconoció Bernanke esta tendencia todavía

**El escenario financiero mundial afronta el nuevo ejercicio pendiente de varios riesgos.**

**Los bancos centrales reaccionan para evitar la recesión.**

**La economía norteamericana evoluciona favorablemente, pero aún presenta fragilidades.**

**La política monetaria de la Fed pretende impulsar el empleo y garantizar la estabilidad de precios.**

**Por el momento, la Fed no contempla realizar nuevas compras de deuda del Tesoro americano.**

**El BCE baja los tipos de interés hasta el 1%...**

**...y amplía las medidas extraordinarias para contribuir a la mejora de los mercados financieros.**

presenta signos de fragilidad como los que se desprenden de la ausencia de actividad en el sector residencial. No obstante, también hizo referencia a la existencia de riesgos significativos a la baja para la economía, estando la mayoría vinculados a la crisis de deuda soberana de la eurozona.

De igual manera, el presidente de la Fed hizo referencia a la evolución favorable de los datos netos de creación de empleo, aunque sin obviar que las cifras actuales del mercado laboral son propias de una situación económica todavía vulnerable. Con respecto a la evolución de la inflación, la paulatina moderación de la tasa subyacente de los precios al consumo así como la contención de las presiones inflacionistas para el medio plazo otorgan margen a la entidad para mantener su estrategia actual. En concreto, el objetivo de la Fed persigue impulsar el empleo y asegurar la estabilidad de los precios. Para ello el banco central reiteró su compromiso de mantener los tipos de interés en el rango mínimo ya conocido de 0%-0,25%, y confirmó la continuidad de las medidas excepcionales. Dentro de este capítulo, la Fed se apoya en una serie de herramientas de política monetaria no convencional tendentes a asegurar los niveles óptimos de liquidez en el sistema. Actualmente entre ellas destaca el programa de extensión del vencimiento de la deuda pública en cartera (la denominada *operación twist*) y el plan de reinversión de los intereses y el principal de las obligaciones y de las cédulas hipotecarias de su balance. En el transcurso de los últimos meses, y a la vista de la situación económica, se había especulado con la posibilidad de que la Fed decidiera poner en marcha nuevamente el programa de compra de bonos (*quantitative easing*). Aunque este hecho no ha sido confirmado por la autoridad monetaria, sí que ha recalcado su disposición a realizar cambios en la composición de su cartera de activos si fuera necesario.

Por su parte, el Banco Central Europeo (BCE) rebajó el tipo de interés rector en 25 puntos básicos hasta el 1%. En palabras del presidente de la entidad, Mario Draghi, la decisión de recortar nuevamente los tipos de referencia era resultado del aumento de los riesgos sobre la economía real de la región, a raíz del agravamiento de las tensiones financieras en la eurozona. Esta circunstancia ha llevado a que el BCE haya revisado a la baja las estimaciones de crecimiento del área para los próximos ejercicios, situando el crecimiento del PIB de 2012 entre el -0,4% y el 1%.

En esta reunión también se adoptaron una serie de medidas extraordinarias con las que la entidad pretende contribuir favorablemente a la reducción de las necesidades de financiación de la banca europea durante 2012 y 2013. Además de las ya existentes operaciones de financiación ilimitada con distintos vencimientos, el BCE anunció: i) la realización de dos subastas de liquidez a tres años; ii) la ampliación del colateral aceptado para los préstamos bancarios; iii) la rebaja del requerimiento de reservas desde el 2% al 1%, y iv) el recorte de las facilidades marginales de crédito y de depósito (hasta el 1,75% y el 0,25% respectivamente). En la recta final del mes se realizó la primera de las dos subastas de liquidez a tres años, donde según el propio BCE, la banca europea recibió 489.000 millones de euros.

Toda esta batería de medidas de carácter temporal, como así se precisa desde el BCE, se sumó a la actuación coordinada que a finales de noviembre acordaron los principales bancos centrales internacionales. El BCE, la Reserva Federal, el Banco de Inglaterra, el Banco Nacional de Suiza y el Banco de Japón convinieron ofrecer la liquidez necesaria en dólares al sector bancario europeo ante el aumento de las dificultades de financiación de las entidades en los mercados de capitales secundarios.

Con respecto a su labor en la resolución de la crisis soberana de la eurozona, el BCE ha seguido manteniendo su firme compromiso para restaurar la confianza de los inversores y flexibilizar el acceso a la financiación del sector bancario. Para ello se ha apoyado en varias herramientas entre las que destaca el programa de compra de deuda soberana de los países en dificultades, y más en concreto de Italia y España. A pesar de que esta medida ha sido muy criticada por parte de los responsables políticos de Alemania, el BCE siempre ha hecho gala de la independencia en cada una de sus decisiones recalcando, además, el carácter temporal y extraordinario de esta clase de intervenciones. Así mismo, el BCE también está jugando un papel primordial de asesoramiento y diagnóstico de la problemática de la eurozona. En la última edición de su Informe de Estabilidad Financiera identificó varios riesgos para la evolución favorable de la región, siendo el más importante el riesgo del aumento del contagio y la interacción negativa entre las finanzas públicas, el sector financiero y el crecimiento económico.

En lo referente al contexto monetario en los países emergentes, la principal característica es el cambio de sentido que han comenzado a adoptar los principales bancos centrales de estas economías en sus estrategias de política monetaria. Durante la primera parte del año el propósito de las autoridades monetarias era moderar los efectos desfavorables de un fuerte incremento de la inflación sobre sus economías, para lo cual se apoyaron en medidas monetarias restrictivas. Sin embargo, a medida que avanzaba el ejercicio las muestras de desaceleración de los indicadores de actividad globales han provocado un desajuste entre los tipos de interés restrictivos y la moderación de la actividad. Ante esta disyuntiva los bancos centrales han comenzado a modificar sus estrategias monetarias anteponiendo el objetivo del

crecimiento económico sostenido frente al tradicional designio de estabilidad de precios. Habitualmente la instrumentalización de las decisiones de política monetaria se realiza a través de los tipos de interés, aunque también existen otras herramientas válidas para lograr los objetivos monetarios. Este ha sido precisamente el caso de China, donde las autoridades han optado por rebajar el requerimiento de reservas a los bancos privados por primera vez en tres años, en un intento por relajar las tensiones crediticias.

En este marco económico y de política monetaria, los tipos de interés de los mercados interbancarios mantienen su relevancia dado que constituyen un indicador básico de la situación financiera y monetaria. En el contexto actual, estos mercados están sirviendo también de reflejo de las tensiones derivadas de la crisis de deuda europea y de sus efectos sobre la liquidez y la solvencia de las entidades de crédito a nivel global. Así, en Estados Unidos los tipos de interés líbor han seguido inmersos en la escalada que iniciaron el pasado verano, situándose en la cota más alta de los últimos 18 meses. Esta circunstancia, lejos de reflejar la intención de la Fed de subir los tipos de interés, es producto del elevado grado de incertidumbre suscitado por la crisis financiera europea. Por el contrario, en la eurozona los tipos de interés interbancarios euríbor han experimentado ligeros descensos como consecuencia de la nueva rebaja de los tipos rectores del BCE. Seguramente, la pendiente de caída del euríbor habría sido más pronunciada si las primas de riesgo vinculadas al sector financiero europeo hubieran sido menores.

### **Los inversores se decantan por la deuda norteamericana**

La rentabilidad de la deuda de Estados Unidos y Alemania ha seguido acumulan-

**El BCE participa en los mercados de bonos públicos comprando deuda de Italia y España.**

**Los bancos centrales de los países emergentes relajan sus políticas monetarias.**

**Las tensiones generadas por la crisis europea se trasladan a los mercados interbancarios.**

**La rentabilidad de la deuda pública de los países más solventes se mantiene excepcionalmente baja.**

**La deuda norteamericana a largo plazo destaca por su perfil de activo seguro.**

do descensos en el transcurso del mes de diciembre. Este nuevo movimiento forma parte del lento proceso de ajuste a la baja que desde el verano se ha producido en las rentabilidades de las obligaciones de las principales economías. La razón fundamental que subyace en esta tendencia es la pérdida de desconfianza y la elevada volatilidad, generadas por la crisis de deuda europea, que provocan un movimiento de los flujos de capitales hacia activos de menor riesgo y elevada seguridad. En el caso de Estados Unidos, este aspecto se puede observar a través de la evolución de la *yield* del bono a 10 años, que desde noviembre se mantiene por debajo de la barrera del 2%. Pero el incremento de la preferencia de los inversores por activos de calidad no es el único motivo del descenso de la rentabilidad de la deuda norteamericana a largo plazo, sino que destacan, entre otros, dos aspectos. En primer lugar,

la intervención de la Fed en los mercados secundarios realizando operaciones de compraventa de deuda con distintos vencimientos (operación *twist*), de esta manera la entidad logra mantener bajos los tipos de interés a largo plazo. En segundo lugar, el escepticismo existente en torno a la negociación del plan presupuestario entre republicanos y demócratas, que las tra las proyecciones de crecimiento de la economía norteamericana a largo plazo.

En el caso de la eurozona, la trayectoria de la deuda alemana fue bastante similar a la descrita por la de Estados Unidos. Las rentabilidades de los bonos a 2 y 10 años (0,22% y 1,94% respectivamente) aceleraron su descenso en diciembre como consecuencia de la respuesta de los inversores a los avances en materia de política fiscal y monetaria que se han producido en las últimas semanas en el seno de la eurozona.

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

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

	Alemania	Francia	España	Italia	Estados Unidos	Japón	Reino Unido	Suiza
<b>2010</b>								
Diciembre	2,96	3,36	5,45	4,82	3,29	1,13	3,40	1,72
<b>2011</b>								
Enero	3,16	3,53	5,37	4,72	3,37	1,22	3,66	1,87
Febrero	3,17	3,55	5,39	4,84	3,43	1,26	3,60	1,90
Marzo	3,35	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
Diciembre (*)	1,95	3,10	5,35	6,82	1,94	0,98	2,04	0,72

NOTA: (\*) Día 22.

FUENTE: Bloomberg.



Si bien es cierto que el precio de los bonos germanos ha estado determinado durante los últimos 18 meses por el devenir de la crisis de la región, el pacto fiscal acordado por los líderes europeos en la última cumbre del año ha dado aún mayor margen a la deuda alemana para encumbrarse definitivamente como el único activo refugio europeo. No obstante, existen una serie de aspectos que de cara al futuro inmediato podrían provocar nuevos episodios de volatilidad en el mercado de bonos alemán. De una parte, el calendario del desarrollo y la implementación de las medidas fiscales acordadas en la cumbre europea. De otra, la rebaja de la calificación crediticia de Francia. Aunque esta posibilidad está cotizada en parte por los mercados de riesgo, la pérdida de Francia de la triple A podría elevar la incertidumbre en torno a la repercusión sobre la banca europea y los mecanismos de rescate.

En cuanto a los países de la eurozona en dificultades, los acontecimientos financieros y políticos ocurridos durante estos meses han supuesto un punto de inflexión en la trayectoria de las primas de riesgo. En concreto nos referimos al anuncio del BCE sobre política monetaria, a los acuerdos fiscales alcanzados entre los líderes europeos, al relevo político en Italia y en España, y al éxito de la subasta de LTRO's de la autoridad monetaria europea. El efecto encadenado de estos factores se ha traducido en un descenso de las primas de riesgo de las economías en el punto de mira, Italia y España. Igualmente, la reducción del *spread* entre el bono español y el *bund* alemán, y el cambio de la estrategia política hacia una mayor austeridad fiscal han actuado favorablemente en el éxito de las últimas subastas de deuda del Tesoro del Reino de España. El reflejo de estas circunstancias se ha traducido en una menor adquisición de bonos españoles por parte del BCE en los mercados secundarios.

## **La crisis de la eurozona penaliza al euro**

En el contexto actual, los mercados de divisas siguen dominados por una elevada volatilidad en el corto plazo, aunque el rango de las variaciones no es especialmente amplio. En vista de la situación de elevada incertidumbre presente en los mercados financieros y ante la previsión de moderación del crecimiento económico a nivel global, la mayoría de los analistas coinciden en anticipar que el ciclo volátil de los mercados de divisas podría prolongarse durante los próximos meses. En lo referente al cruce entre el dólar y el euro, nuevamente las noticias relativas a la crisis de deuda de la eurozona así como los efectos negativos de esta sobre el crecimiento económico de la región, han lastrado al tipo de cambio del euro un 3% adicional sobre el dólar. En Asia, el yuan chino alcanzó en diciembre su mayor valor con respecto al dólar (6,33 yuanes por dólar) desde 1993, tras la intervención del banco central chino en los mercados de divisas para detener los ataques de los especuladores ante una posible depreciación del renminbi.

## **Desigual comportamiento de los mercados de renta fija privada**

Los mercados de renta fija corporativa, que durante gran parte del año habían mostrado un buen comportamiento ante la situación económica y financiera global, han comenzado a resentirse del efecto nocivo de la crisis soberana de la eurozona. El reciente aumento experimentado por las primas de riesgo del sector privado responde al proceso de moderación de la actividad económica mundial y a la sensación de lentitud latente en la toma de decisiones contundentes en el entorno europeo. Esta circunstancia está teniendo un mayor impacto en el mercado de deuda privada

**La *yield* de la deuda alemana recoge los avances de la crisis de deuda de la periferia.**

**Las medidas de la cumbre europea y la subasta de liquidez del BCE favorecen a la deuda pública española.**

**El empeoramiento de la actividad económica y la crisis de deuda restan valor al euro.**

**La inestabilidad financiera de la eurozona se filtra en los mercados de crédito corporativo.**

**La coyuntura financiera de la periferia paraliza las emisiones de bonos de alta calidad europeos.**

de la eurozona, donde el principal reflejo del deterioro de la prima de riesgo se puede observar en los bonos emitidos por las entidades financieras de la región, altamente presionadas por la incertidumbre alrededor de la crisis de deuda de la periferia. Esta situación se está dejando notar asimismo en el ritmo de las emisiones de bonos empresariales. Mientras en el entorno europeo prácticamente se han colapsado las nuevas emisiones de deuda privada de alta calidad, en Estados Unidos sin embargo los volúmenes de emisión se han mantenido al alza, consolidando la tendencia positiva iniciada el pasado mes de agosto.

A pesar de lo anterior, los inversores institucionales han seguido considerando a lo largo del mes a los activos de renta fija *investment grade* (alta calidad), junto con

la deuda a largo plazo norteamericana y el oro, como las mejores opciones donde encontrar el binomio seguridad-calidad. Por el contrario, el sector de los bonos de *high yield* (que ofrecen un elevado riesgo y rentabilidad) ha seguido perdiendo cuota de mercado como consecuencia de la incertidumbre en torno a la crisis europea y su posible repercusión sobre el potencial de crecimiento de la economía global.

Por su parte, los mercados de renta corporativa emergentes, hasta ahora en auge, también han comenzado a reflejar el aumento de la cautela de los inversores internacionales. En este caso el deterioro se ha debido al aminoramiento de las expectativas de crecimiento económico robusto. No obstante, el giro más expansivo de las políticas monetarias de estos países, a través de la bajada de tipos de interés

**Los mercados de renta privada siguen ofreciendo rentabilidades atractivas.**

**TIPOS DE CAMBIO DE LAS PRINCIPALES MONEDAS**

22-12-11

	Tipo de cambio	% variación (*)		
		Mensual	s/diciembre 2010	Anual
<b>Frente al dólar de EEUU</b>				
Yen japonés	78,2	1,5	-3,8	-6,9
Libra esterlina	0,639	0,1	0,3	1,7
Franco suizo	0,938	2,6	0,3	-1,4
Dólar canadiense	1,026	-1,2	2,7	1,2
Peso mexicano	13,803	-1,3	10,6	10,9
<b>Frente al euro</b>				
Dólar de EEUU	1,304	3,5	2,6	0,5
Yen japonés	101,9	-2,0	-6,5	-7,4
Franco suizo	1,223	-0,9	-2,2	-2,0
Libra esterlina	0,833	-3,8	-3,0	-2,3
Corona sueca	8,998	-2,5	0,1	0,1
Corona danesa	7,434	-0,1	-0,3	-0,3
Zloty polaco	4,439	-0,5	10,7	10,1
Corona checa	25,66	0,7	2,5	1,4
Forint húngaro	306,7	0,6	9,1	9,9

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

FUENTE: Bloomberg.

oficiales o de la reducción de los coeficientes de reservas, y la mejora de la calificación crediticia de las empresas de la zona están dando cierto soporte a la afluencia de capital a estos mercados.

### La renta variable cierra un año de pérdidas

Como ha venido ocurriendo a lo largo del año, en diciembre los principales mercados bursátiles internacionales han mostrado un comportamiento muy volátil, dominado por la incertidumbre, el frágil volumen de negociación y el devenir de la crisis de deuda soberana de la eurozona. Esta circunstancia se ha visto alimentada por el continuo deterioro de la confianza de los inversores, que lejos de ver una opción de rentabilidad fiable en los activos de riesgo han preferido optar por otra clase de activos de menor exposición a la confusa situación financiera.

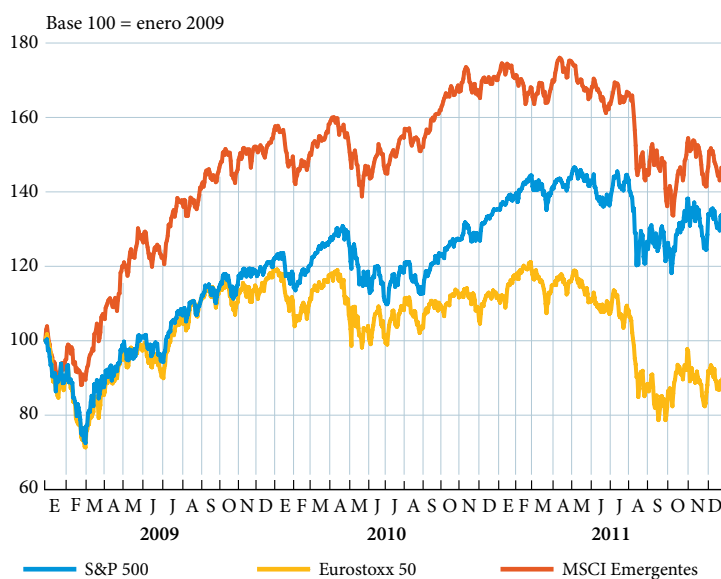
Los principales obstáculos que han impedido la realización del potencial de revalorización de la renta variable durante este año se podrían englobar fácilmente en dos grupos. El primero estaría compuesto por los profundos desequilibrios fiscales en Estados Unidos y, sobre todo, en la eurozona. La dilación temporal de las dificultades, el miedo al contagio de la crisis al resto del mundo y la sensación de ausencia de unas medidas de calado que marquen un punto de inflexión en ambos escenarios han lastrado muchas de las expectativas de retorno de la inversión de los agentes. El segundo grupo englobaría a las dudas sobre el ritmo de crecimiento de la economía global. El paulatino deterioro de los indicadores de actividad de los países emergentes y el titubeo de las economías occidentales ante una posible recesión han generado una presión adicional sobre la viabilidad de las proyecciones de los márgenes empresariales. Desde el punto de vista sectorial estos aspectos

**Las bolsas internacionales han mantenido un comportamiento muy volátil durante gran parte del año.**

**Los desequilibrios fiscales y la moderación del crecimiento global han lastrado las revalorizaciones bursátiles.**

## LAS BOLSAS FINALIZAN EL AÑO POR DEBAJO DE SU PUNTO DE INICIO EN ENERO DE 2011

Índices de bolsas



FUENTE: Bloomberg.

## ÍNDICES DE LAS PRINCIPALES BOLSAS MUNDIALES

22-12-2011

	Índice (*)	% variación mensual	% variación acumulada	% variación anual
Nueva York				
<i>Dow Jones</i>	12.107,7	5,3	4,6	4,7
<i>Standard &amp; Poor's</i>	1.243,7	4,7	-1,1	-1,2
<i>Nasdaq</i>	2.578,0	2,2	-2,8	-3,5
Tokio	8.395,2	1,0	-17,9	-18,9
Londres	5.457,4	4,8	-7,5	-8,8
Zona del euro	2.278,0	6,6	-18,4	-20,6
<i>Fráncfort</i>	5.865,5	5,9	-15,2	-17,0
<i>París</i>	3.078,6	7,2	-19,1	-21,5
<i>Ámsterdam</i>	305,3	10,2	-13,9	-14,3
<i>Milán</i>	15.051,8	5,4	-25,4	-27,4
<i>Madrid</i>	8.459,3	7,0	-14,2	-16,9
Zúrich	5.834,6	7,1	-9,3	-11,0
Hong Kong	18.378,2	0,7	-20,2	-20,3
Buenos Aires	2.440,9	-1,7	-30,7	-29,8
São Paulo	56.695,9	1,5	-18,2	-17,2

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.

### La crisis soberana europea es el mayor foco de inestabilidad para las bolsas en el corto plazo.

han penalizado en gran medida a las empresas cuya actividad está vinculada al ciclo económico y al sector financiero. Precisamente, el sector financiero europeo, y en concreto la banca, ha sido el principal perjudicado por la crisis europea como consecuencia de su elevada exposición a la deuda soberana de los países rescatados y por el endurecimiento de la regulación del sector en el espectro de la Unión Europea. Como ya hemos comentado en los apartados anteriores, el BCE ha intensificado las ayudas a la banca europea intentando reducir su necesidad

de financiación para los próximos dos años, aspecto que debería de suavizar la penalización bursátil de las entidades de crédito.

De cara al nuevo año las perspectivas a corto plazo se presentan muy confusas, siendo la crisis europea el principal foco de inestabilidad. Pero de cara al medio y largo plazo, las expectativas de relativa mejora del escenario económico y financiero sí que deberían de generar un marco propicio para el retorno de los flujos de capital hacia los activos de mayor riesgo.

## Perfil de riesgo bancario: ¿más es menos?

La crisis que nos azota desde 2007 ha puesto de relieve que el capital mantenido por algunas entidades en la época de bonanza económica no era suficiente. Los recursos propios disponibles se han visto superados en muchos casos por las pérdidas generadas, siendo necesarias importantes recapitalizaciones. Algunas instituciones se han visto obligadas a recurrir al capital público para cubrir ese déficit.<sup>(1)</sup> *Ceteris paribus*, para haber evitado el uso de recursos públicos, el capital precrisis tendría que haber sido un 30% superior.

En estas circunstancias, para dotar de fortaleza y estabilidad al sistema bancario se reformuló la regulación sobre capital de Basilea II. La reforma emprendida, Basilea III, se ha centrado en aumentar el nivel y la calidad de los recursos propios, el numerador de la ratio de capital regulatoria, pero ha obviado revisar en profundidad el denominador, los activos ponderados por riesgo. La ponderación de los activos en función del riesgo permanece prácticamente inalterada, a pesar de que es, precisamente, este factor el que ha provocado que la ratio de capital regulatoria no haya servido como indicador preciso del riesgo real asumido por las entidades.

Para analizar más en detalle esta aseveración, se propone una descomposición algebraica de la ratio de capital regulatoria de acuerdo con la siguiente expresión:

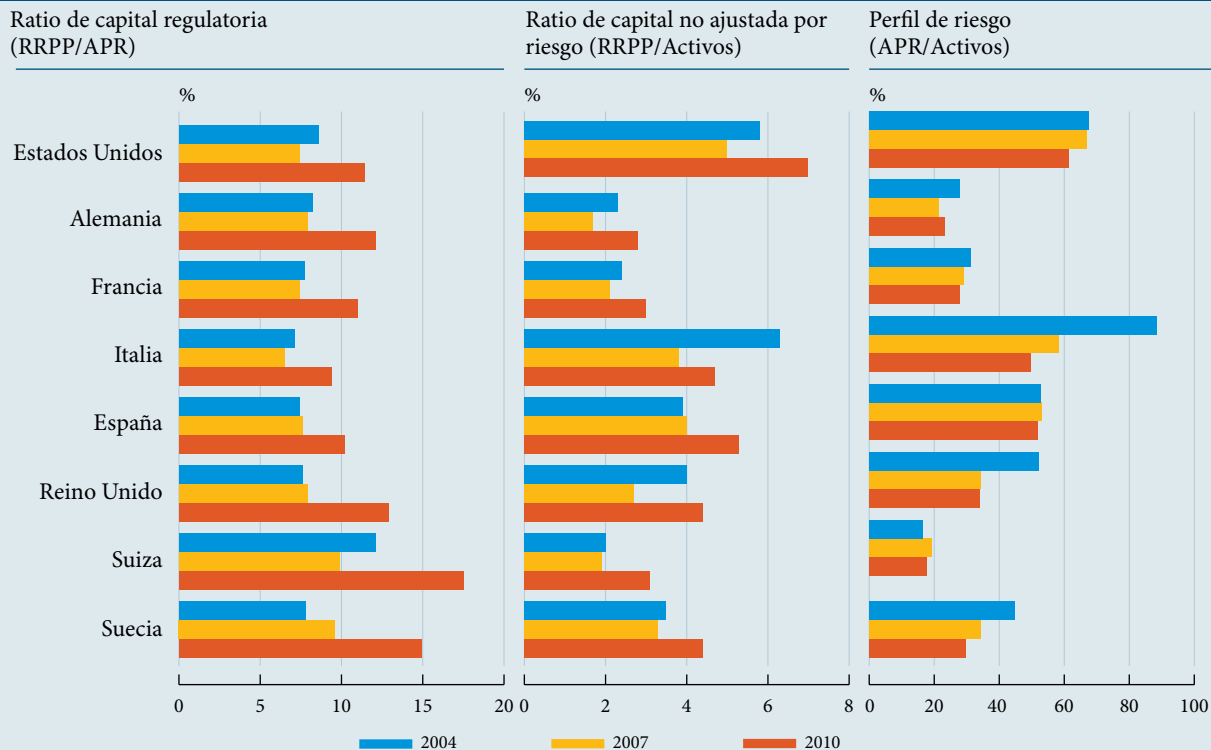
Ratio de capital regulatoria		Ratio de capital no ajustada por riesgo		Perfil de riesgo
Recursos Propios Computables (RRPP)	=	RRPP	/	APR
Activos Ponderados por Riesgo (APR)		Total activo		Total activo

El primer factor, la ratio de capital no ajustada por riesgo, es una medida bastante objetiva y, además, cuenta con un considerable grado de armonización que se reforzará con Basilea III. Por ello, la dispersión entre sistemas es informativa en sí misma y, además, aporta información complementaria a la ratio de capital regulatoria. El gráfico siguiente muestra que las mayores ratios de capital regulatorias de Suiza, Alemania y Francia en relación con España descansan en unas menores ratios de capital no ajustadas por riesgo. Esta ratio, en España, prácticamente duplica la de Alemania.

El segundo factor, el perfil de riesgo, proporciona una estimación del riesgo inherente a los activos. Esta medición parece tener limitaciones que ha puesto de manifiesto la evidencia histórica. Tal y como se ilustra en el último gráfico, su efectividad para identificar anticipadamente qué entidades iban a tener problemas reales de solvencia ha sido nula.

(1) Cálculo realizado en base a la información sobre recapitalizaciones públicas de Bloomberg (19 entidades).

## COMPONENTES DE LA RATIO DE CAPITAL REGULATORIA TIER I (\*)



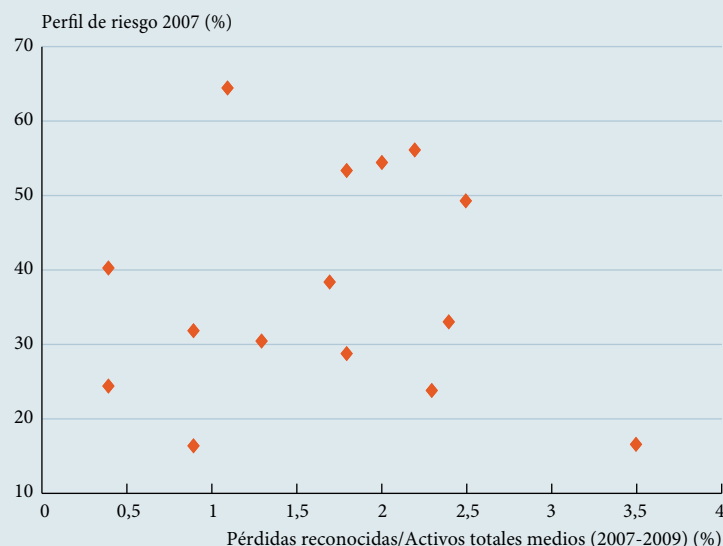
NOTA: (\*) Muestra de 19 entidades: Royal Bank of Scotland, HSBC, Barclays, Lloyds Banking Group, Citigroup, Bank of America, JP Morgan, Wells Fargo, UBS, Credit Suisse, Banco Santander, BBVA, Unicredit, Intesa Sanpaolo, Deutsche Bank, Commerzbank, BNP Paribas, Société Générale y Crédit Agricole.  
FUENTES: Bloomberg y elaboración propia.

Además de los problemas típicos de los modelos econométricos utilizados, todo apunta a que el perfil de riesgo está contaminado por elementos adicionales que no necesariamente reflejan un mayor riesgo real. El perfil de riesgo debería guardar relación solo con el modelo de negocio y el entorno macroeconómico e institucional, en la medida en que estos afectan a la calidad de los activos. Sin embargo, en realidad también está condicionado por otros factores, como las prácticas supervisoras o la discrecionalidad de las entidades a la hora de implementar los modelos de gestión de capital, que no necesariamente reflejan bien un riesgo real diferencial. Esto significa que, aunque España se sitúe a la cabeza, en base al perfil de riesgo, y que Suiza, Alemania y Francia se posicionen en el vagón de cola, no está claro qué sistema bancario concentra un mayor riesgo.

*A priori*, la mayor parte de las divergencias en el perfil de riesgo deberían responder al modelo de negocio. El Banco Central de Inglaterra<sup>(2)</sup> analiza esta cuestión en su informe de estabilidad financiera y estima que el cambio experimentado en el *mix* de negocio, por los mayores bancos del país, entre 2008 y 2010, explica aproximadamente el 50% de la reducción acumulada en la ponderación media de los activos en función del riesgo.

(2) Financial Stability Report, Banco Central de Inglaterra, diciembre de 2011.

## CORRELACIÓN ENTRE PERFIL DE RIESGO Y PÉRDIDAS RECONOCIDAS CON POSTERIORIDAD (\*)



NOTA: (\*) De la muestra de entidades utilizada en el gráfico anterior se excluyen las cuatro entidades americanas, para evitar distorsiones a causa del distinto marco normativo en cuanto a la existencia de una ratio de apalancamiento legal.  
FUENTES: Bloomberg y elaboración propia.

M. Ledo también analiza esta cuestión en un estudio reciente,<sup>(3)</sup> constatando que, en 2010, el riesgo crediticio (APR, por riesgo crediticio sobre activos) representa más del 80% del perfil de riesgo total. Las entidades con una menor proporción de créditos sobre activos mantienen menores perfiles de riesgo. Este es el caso de las entidades alemanas, suizas, francesas y del Reino Unido. La perspectiva temporal también refleja que la reducción del perfil de riesgo viene acompañada por reducciones del peso de los créditos sobre el activo. Estos resultados evidencian la importancia del *mix* de negocio, pero ponen sobre la mesa un aspecto muy cuestionable en el cómputo de los APR: la asignación de un mayor riesgo a los créditos que al *trading book*. A la luz de lo sucedido en los últimos cuatro años, esta es una cuestión que debería corregirse sin demora, siendo un primer avance Basilea 2.5.<sup>(4)</sup>

Las discrepancias en el perfil de riesgo no explicadas por diferencias en el modelo de negocio pueden justificarse en base al entorno macroeconómico e institucional.<sup>(5)</sup> Algunos ejemplos de diferencias en el marco institucional que impactan directamente en el perfil de riesgo se dan en Francia y en Estados Unidos. En Francia, la existencia de *Crédit Logement*, una agencia que garantiza los créditos hipotecarios, reduce la probabilidad de impago de estos créditos y sitúa su ponderación de riesgo por debajo de la media. En 2009 esta rondaba el 10% para las entidades francesas y el 20% para las de España y el Reino Unido. En Estados Unidos, los principios contables aplicados (GAAP-US, Generally Accepted Accounting Principles) explican, en gran parte, las discrepancias respecto a Europa. Los activos de JP Morgan, en 2010, serían hasta un 68% superiores bajo las Normas Internacionales de

(3) «Towards more consistent, albeit diverse, risk weighted assets across Banks», Mayte Ledo, Revista de Estabilidad Financiera del Banco de España, noviembre de 2011. Muestra de 20 entidades bancarias internacionales.

(4) Basilea 2.5 (CRD III) introduce modificaciones en varios de los modelos matemáticos utilizados para medir y estimar el impacto en capital de pérdidas futuras en el *trading book* y las retitulizaciones. Directive 2010/76/EU of the European Parliament and of The Council, 24 de noviembre de 2010.

(5) Incluye, entre otros, aspectos de la regulación relacionados con los procedimientos de ejecución hipotecaria, LTV.

Información Financiera europea (IFRS, International Financial Reporting Standards). Es decir, su perfil de riesgo pasaría del 55% al 33%.

Sin embargo, incluso después de controlar por todos estos elementos, persisten divergencias debido a la discrecionalidad de supervisores e instituciones. El desarrollo nacional de Basilea II, y en especial los procesos de validación y supervisión de los modelos internos de gestión y medición del riesgo (IRB), introducen un grado de discrecionalidad y son una fuente de diferencias en los perfiles de riesgo.

En una simulación realizada en 2009 por la Financial Services Authority británica (FSA) se construyó una cartera de inversiones hipotética y se solicitó a algunos de los mayores bancos del país que determinaran los APR asociados en base a sus modelos IRB. Los resultados fueron muy dispares y consistentes con diferencias en la ratio de capital regulatoria de hasta 2 puntos porcentuales.<sup>(6)</sup> Parte de las diferencias podrían explicarse en base a la efectividad de las políticas de recuperación de activos deteriorados, aunque probablemente no todas. Además, las prácticas supervisoras nacionales discrepan en múltiples ámbitos. Algunos ejemplos son el horizonte temporal para calcular la probabilidad de impago (promedio del ciclo, puntual o híbrido), el tratamiento de los activos problemáticos o el nivel de exigencia para aceptar los modelos.

En resumidas cuentas, detrás de las diferencias observadas en el perfil de riesgo se encuentra un distinto nivel real de riesgo, asociado a determinados modelos de negocio y a factores macroeconómicos e institucionales, pero también otros factores distorsionadores que deberían minimizarse. En un contexto de endurecimiento de las exigencias de capital, es fundamental asegurar la coherencia en el cómputo de APR entre entidades y jurisdicciones, preservando las diferencias motivadas por distintos niveles de riesgo efectivos y minimizando las diferencias por la discrecionalidad de las propias entidades y del supervisor. Solo de este modo se puede evitar el arbitraje regulatorio o la concesión de ventajas competitivas a algunas entidades.

En este sentido, se están planteando múltiples propuestas. Muchos son los que abogan por el refuerzo del Pilar III de Basilea II, que exige la divulgación de información al mercado, haciéndolo más comparable entre entidades. Asimismo, otros muchos defienden el uso de la ratio de capital no ajustada por riesgo como ratio complementaria a la ratio de capital regulatoria, aprovechando las ventajas de su objetividad y alto nivel de armonización, en línea con lo que se contempla en BIS III.<sup>(7)</sup> De momento, destaca la iniciativa adoptada por el comité de Basilea encaminada a impulsar la coordinación internacional entre supervisores. En Europa, la European Banking Authority (EBA) deberá responsabilizarse de llevar adelante satisfactoriamente este proyecto.

(6) Capital Discipline, Haldane, 2011.

(7) La Comisión Europea aprobó en 2010 la Requirement Directive (CRD) IV para poner en marcha, dentro del ámbito del mercado único europeo, el proceso conocido como Basilea III. Esta iniciativa contempla un coeficiente de apalancamiento máximo, medido como los RRPP sobre activos, sujeto a revisión supervisora. Sin embargo, antes de la posible transformación de este coeficiente en un requisito vinculante (en 2018), se examinarán detenidamente sus implicaciones.

*Este recuadro ha sido elaborado por Maria Pilar Buil Vilalta  
Departamento de Análisis Económico, Área de Estudios y Análisis Económico, "la Caixa"*



## Actividad económica

### 2012, ¿recesión o recuperación?

La economía española empieza el año 2012 enfrentándose a numerosos retos. Tras anotar una tasa de crecimiento del PIB positiva durante casi dos años, todo apunta a que el motor se está volviendo a parar. Según nuestras previsiones, el retroceso será modesto, de solo 2 décimas en el cuarto trimestre de 2011, y, tras un primer trimestre también débil, la senda de crecimiento se recuperará en el segundo trimestre. Ello debería permitir que la actividad avance un 0,2% en el conjunto del año. Pero el importante descenso de las perspectivas de crecimiento que ha revelado el consenso de analistas de diciembre pone de manifiesto los importantes riesgos que acechan a la economía española. Según este, el crecimiento para el conjunto

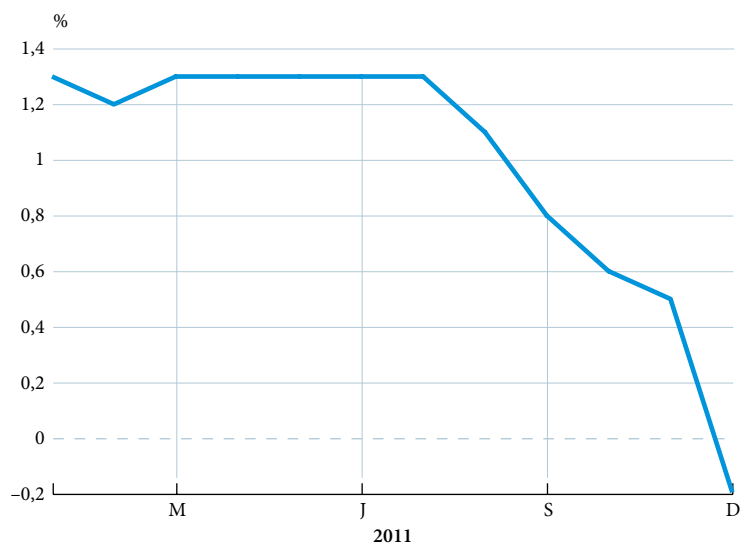
de 2012 se situará claramente en terreno negativo, en el -0,2% concretamente. En el mes de noviembre todavía se esperaba un avance del 0,5% para el año próximo.

La confirmación, o no, de este escenario depende fundamentalmente de la resolución de la crisis de deuda soberana y de las medidas que el nuevo Gobierno tome. La cumbre europea celebrada a principios de diciembre sirvió para confirmar que el proceso hacia una mayor integración fiscal está en marcha. Pero también confirmó que este camino va a ser largo y probablemente con numerosos baches. Los principales líderes europeos anunciaron nuevas medidas para asegurar la disciplina fiscal y una mayor coordinación en la elaboración de los presupuestos nacionales. Pero la negociación de los detalles,

**Importante descenso de las perspectivas de crecimiento.**

### IMPORTANTE DESCENSO DE LAS PERSPECTIVAS DE CRECIMIENTO PARA 2012

Previsiones de crecimiento del PIB de 2012 a lo largo de 2011



FUENTES: Consensus Forecasts y elaboración propia.

## INDICADORES DE DEMANDA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2010	2011	2010			2011		
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre
<b>Consumo</b>								
Producción de bienes de consumo (*)	-8,2	0,8	0,1	-1,5	-0,8	0,7	-2,2	...
Importación de bienes de consumo (**)	-5,8	-9,5	-13,7	-1,1	-8,7	1,2	24,6	...
Matriculaciones de automóviles	-17,9	3,1	-29,3	-27,3	-26,4	-0,7	-6,7	-6,4
Crédito al consumo de bienes duraderos	-11,5	-12,3	-14,6	-13,9	-10,1	...	-	...
Indicador de confianza de los consumidores (***)	-28,3	-20,9	-21,0	-19,6	-16,1	-15,8	-19,6	-15,4
<b>Inversión</b>								
Producción de bienes de equipo (*)	-22,1	-3,3	-3,2	3,0	2,5	2,6	-1,3	...
Importación de bienes de equipo (**)	-26,3	6,5	4,8	2,3	-4,9	-1,5	-8,7	...
Matriculación de vehículos industriales	-40,0	7,0	1,4	-2,2	-11,2	5,8	-7,0	-23,8
<b>Comercio exterior (**)</b>								
Importaciones no energéticas	-16,9	10,3	5,4	7,4	-0,7	0,8	2,3	...
Exportaciones	-9,8	15,6	15,3	16,0	9,0	10,9	5,1	...

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.

### La incertidumbre se reduce, pero se mantiene elevada.

cuya importancia no es menor, va a seguir manteniendo la incertidumbre en cotas elevadas durante los próximos meses. Ello dificultará la reactivación de la inversión y el consumo en el conjunto de la eurozona y, por lo tanto, la contribución del sector exterior difícilmente igualará los registros de 2011.

Así, la prima de riesgo descendió de forma notable a lo largo del mes de diciembre. El diferencial entre el bono español y el bono alemán a 10 años, que en promedio se situó en 426 puntos básicos en noviembre, el 23 de diciembre había descendido hasta los 325 puntos básicos. Ello refleja, en parte, una buena acogida de los acuerdos alcanzados a nivel europeo por parte de los mercados. La realización de las subastas de liquidez a tres años por parte del BCE muy probablemente también ayudó de forma significativa a reducir las tensiones en los mercados financieros. De todas formas, aunque el descenso ha sido impor-

tante, la prima de riesgo se mantiene en cotas relativamente moderadas.

Por otro lado, el nuevo Gobierno tiene el reto de enderezar las finanzas públicas, recuperar la credibilidad del sistema financiero y tomar medidas para que la economía española gane competitividad a medio plazo. Un reto nada fácil pero al que parece que el nuevo presidente del Gobierno de España y su equipo económico han puesto prioridad máxima. Las distintas medidas que probablemente se irán desgranando en las próximas semanas y, sobre todo, los detalles de los Presupuestos Generales del Estado que se tienen que aprobar en marzo serán fundamentales para determinar el cauce que tomará la economía española.

Todo ello tendrá que hacerse en un contexto de debilidad que, de momento, no parece que haya tocado fondo. Uno de los pocos indicadores adelantados que sor-

### Las medidas del nuevo Gobierno son claves.

## INDICADORES DE OFERTA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2010	2011	2010			2011		
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre
<b>Industria</b>								
Consumo de electricidad (1)	-4,9	2,9	2,2	0,5	0,5	-1,2	-4,0	-3,9
Índice de producción industrial (2)	-15,8	0,8	0,4	1,8	-1,1	-1,4	-4,0	...
Indicador de confianza en la industria (3)	-30,8	-13,8	-9,2	-8,6	-10,9	-14,4	-13,8	-16,9
Utilización capacidad productiva (4)	71,2	72,0	72,9	72,6	74,7	73,3	72,7	-
Importación bienes interm. no energ. (5)	-20,9	24,6	18,2	12,2	3,8	0,9	-6,2	...
<b>Construcción</b>								
Consumo de cemento	-32,3	-15,5	-17,7	-3,1	-16,6	-21,0	-28,4	-28,9
Indicador de confianza en la construcción (3)	-32,3	-29,7	-41,5	-54,1	-55,4	-58,6	-49,0	-52,7
Viviendas (visados obra nueva)	-58,1	-17,3	-20,3	-6,8	-19,5	-5,3	0,4	...
Licitación oficial	-8,2	-37,9	-34,9	-45,5	-34,0	-45,4	-67,6	...
<b>Servicios</b>								
Ventas comercio minorista (6)	-5,4	-1,0	-1,9	-5,9	-5,1	-4,2	-6,8	...
Turistas extranjeros	-8,8	1,0	1,4	2,9	10,4	8,5	8,0	3,6
Ingresos turismo	-9,0	3,9	5,4	6,7	12,2	8,8	...	...
Mercancías ferrocarril (t-km)	-28,4	6,4	-4,2	8,2	1,8	7,7	-5,0	...
Tráfico aéreo pasajeros	-7,9	2,9	4,3	5,0	10,6	6,2	2,3	-2,0
Consumo de gasóleo automoción	-5,1	-1,2	-1,6	-1,6	-4,5	-2,8	...	...

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.

prendió positivamente fue el índice de confianza del consumidor. Tras anotar importantes descensos durante el tercer trimestre y, sobre todo, en el mes de octubre, en noviembre recuperó parte del terreno perdido. El resto de indicadores de demanda, sin embargo, no presentan una evolución nada halagüeña. Las matriculaciones de automóviles, por ejemplo, siguen debilitándose de forma considerable y las ventas minoristas han acentuado su tendencia bajista.

Por el lado de la oferta, las noticias tampoco invitan al optimismo. Uno de los indicadores que más ha sorprendido ha sido el

importante descenso de la confianza de la industria, que hasta la fecha había mostrado una relativa resistencia a la baja, pero que tras el dato de noviembre se sitúa a niveles de febrero de 2010. El registro del índice de producción industrial del mes de octubre también ha sido muy flojo y ha situado su descenso en términos interanuales en el 4,0%, 2,6 décimas por debajo del registro de septiembre. Es cierto que este índice es bastante volátil, pero un descenso del 4,0% no se alcanzaba desde noviembre de 2009. Todo ello se resume en una utilización de la capacidad productiva que vuelve a descender. Tras la recesión de 2009, en 2010 subió gradualmente

**Importante descenso de los indicadores de oferta.**

## LA ACTIVIDAD SE DEBILITA

Índice de producción industrial, variación interanual



FUENTES: INE y elaboración propia.

### La probabilidad de entrar en recesión es elevada.

y alcanzó el 74,7% en el segundo trimestre de 2011. En el segundo semestre, sin embargo, ha iniciado una nueva tendencia bajista que dificultará la recuperación de la inversión durante este año.

Ante este contexto, por lo tanto, la probabilidad de que la economía española entre de nuevo en recesión es elevada. La evolución del índice de los gestores de compras PMI lo muestra perfectamente, ya que sigue descendiendo y se aleja de los 50 puntos, cota a partir de la cual en general el PIB anota tasas de crecimiento positivas. El debate, por lo tanto, no es acerca de la probabilidad de recesión, sino sobre su intensidad y duración. Si vuelven a llegar noticias negativas sobre la evolución de los llamados países periféricos, las primas de riesgo podrían volver a remontar. Un repunte de la incertidumbre aumentaría los incentivos a ahorrar por motivos de precaución tanto a los hogares como a las empresas, lo que debilitaría aún más la demanda interna. Además, también dificultaría la recuperación del flujo de crédi-

to, de suma importancia para que la recuperación económica sea robusta.

De todas formas, también es cierto que, a medida que se vaya definiendo el nuevo pacto del euro, los inversores irán recuperando la confianza, un proceso que podría ser más rápido de lo previsto y, de ser así, podría relanzar la inversión durante el segundo semestre del año.

Los retos que debe afrontar el nuevo Gobierno son, por lo tanto, ambiciosos. La dinámica en la que se encuentra inmersa la economía española no es la más deseable. Además, el elevado nivel de incertidumbre que la rodea tampoco ayudará. Todo apunta, sin embargo, a que la agenda del nuevo Gobierno es también ambiciosa y quiere atacar desde el primer día los principales problemas que sufre la economía española. En este sentido, el anuncio de las medidas que vaya a tomar cobra una especial relevancia y deberá ser seguido con suma atención.

## Mercado de trabajo

### La difícil senda de la devaluación interna

Hace justo una década, el 1 de enero de 2002, España adoptaba definitivamente el euro como moneda y renunciaba así a tener política monetaria propia. La depreciación, utilizada en múltiples ocasiones en el pasado (por ejemplo, en los años noventa), dejaba de ser una opción y los futuros posibles ajustes por falta de competitividad deberían realizarse a través de la devaluación

interna. Este es el camino emprendido hoy por la economía española.

Ante la dificultad de reducir salarios, el ajuste se sigue realizando sobre todo vía cantidades y, en menor medida, vía precios. En este sentido, el mes de noviembre experimentó un crecimiento interanual de personas desempleadas del 7,6%, por lo que el número total de desempleados registrados asciende ya a 4.420.462 individuos. El incremento en 59.536 personas

**El desempleo aumenta en 59.539 personas y vuelve a tasas de 2009.**

INDICADORES DE EMPLEO								
Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior								
	2009	2010	2010	2011				
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre
<b>Afiliados a la Seguridad Social (1)</b>								
Sector de actividad								
<i>Industria</i>	-10,6	-4,8	-3,2	-2,8	-2,4	-2,4	-3,0	-3,4
<i>Construcción</i>	-23,1	-13,4	-11,3	-9,6	-11,4	-13,0	-14,0	-15,3
<i>Servicios</i>	-2,6	0,0	0,4	0,3	0,5	0,3	0,0	-0,4
Situación profesional								
<i>Asalariados</i>	-6,0	-1,8	-1,2	-1,1	-0,9	-1,3	-1,9	-2,3
<i>No asalariados</i>	-4,8	-2,8	-1,9	-1,6	-1,2	-1,0	-1,0	-1,0
<b>Total</b>	<b>-5,8</b>	<b>-2,0</b>	<b>-1,3</b>	<b>-1,2</b>	<b>-1,0</b>	<b>-1,2</b>	<b>-1,7</b>	<b>-2,1</b>
<b>Población ocupada (2)</b>	<b>-6,8</b>	<b>-2,3</b>	<b>-1,3</b>	<b>-1,3</b>	<b>-0,9</b>	<b>-2,1</b>	-	-
<b>Puestos de trabajo (3)</b>	<b>-6,6</b>	<b>-2,4</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,0</b>	<b>-1,9</b>	-	-
<b>Contratos registrados (4)</b>								
Indefinidos	-31,0	-6,4	0,0	-1,8	-5,0	-8,4	-17,9	-22,4
Temporales	-13,5	3,8	2,8	0,7	3,9	0,9	-2,5	-1,3
<b>Total</b>	<b>-15,5</b>	<b>2,8</b>	<b>2,5</b>	<b>0,4</b>	<b>3,1</b>	<b>0,2</b>	<b>-3,8</b>	<b>-3,2</b>

NOTAS: (1) Datos medios mensuales.

(2) Estimación de la encuesta de población activa.

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

(4) En el Servicio Público de Empleo Estatal.

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

## Mayor caída de afiliados en noviembre desde 2008.

respecto al mes anterior casi coincide con los datos registrados en noviembre de 2009 y en la serie histórica sólo 2008 empeora el dato actual.

Las cifras de afiliaciones son incluso más representativas del ritmo de destrucción de empleo ya que 111.782 afiliados se han dado de baja en la Seguridad Social en el último mes. Aun considerando que esta cifra se reduce a casi la mitad controlando los efectos estacionales, la pérdida de afiliados del mes de noviembre es la peor desde 2008. Desde junio, la economía española ha perdido 313.355 afiliados teniendo en cuenta la estacionalidad, lo que supone 91.010 personas más que en esos mismos cinco meses en 2009, cuando la economía caía un promedio del 3,5%.

Los datos de mercado laboral expresan la poca confianza de los agentes a la hora de contratar e invertir de cara a 2012, cuyas perspectivas de actividad registran valores negativos para comienzos de año. Concretamente, es muy probable que el PIB expe-

rimente un leve retroceso entre el último trimestre de este año y el primero del año que viene. ¿Cuáles son los sectores en los que ha recaído la mayor parte del ajuste y, sobre todo, en cuáles se seguirán experimentando pérdidas de ocupación?

En el estío de 2007 la economía española alcanzó su cénit de empleo con 20.510.600 ocupados. Cuatro años después la economía española ha destruido 2.354.300 puestos de trabajo. El 60% del ajuste se ha producido sobre el sector de la construcción, el cual ha visto reducido su número de trabajadores en 1.402.400 individuos, de ahí que la contribución de la construcción al número total de ocupados se halle en mínimos históricos, alrededor del 7,6%. El otro gran afectado por la crisis es el sector industrial, que contabiliza una pérdida de empleo del 29%. La agricultura y el sector servicios han salido mejor parados al retroceder un 8% y un 6% respectivamente.

En 2012 esta tendencia no se va a invertir y, muy probablemente, el sector de la cons-

### PARO REGISTRADO POR SECTORES, SEXO Y EDADES

Noviembre 2011

	Parados	Variación sobre diciembre 2010		Variación sobre el mismo periodo del año anterior		% participación
		Absoluta	%	Absoluta	%	
<b>Por sectores</b>						
Agricultura	151.597	24.768	19,5	17.901	13,4	3,4
Industria	500.436	8.798	1,8	14.995	3,1	11,3
Construcción	752.150	-917	-0,1	28.059	3,9	17,0
Servicios	2.624.994	253.055	10,7	222.646	9,3	59,4
Primer empleo	391.285	34.685	9,7	26.567	7,3	8,9
<b>Por sexos</b>						
Hombres	2.179.563	126.375	6,2	151.998	7,5	49,3
Mujeres	2.240.899	194.014	9,5	158.170	7,6	50,7
<b>Por edades</b>						
Menores de 25 años	486.203	52.429	12,1	24.794	5,4	11,0
Resto de edades	3.934.259	267.960	7,3	285.374	7,8	89,0
<b>TOTAL</b>	<b>4.420.462</b>	<b>320.389</b>	<b>7,8</b>	<b>310.168</b>	<b>7,5</b>	<b>100,0</b>

FUENTES: Servicio Público de Empleo Estatal y elaboración propia.

trucción seguirá soportando gran parte del ajuste. La caída de la inversión pública, que ya está teniendo lugar, se sumará a la atonía de la demanda de una rama que ya se encuentra muy débil. El resto de sectores se verán menos afectados por la debilidad de la demanda interna gracias a que el sector exterior y el turismo aliviarán ligeramente la corrección en la industria y los servicios. Como resultado, el sector servicios seguirá ganando peso en la economía española y contabilizará más del 75% del total de los empleos. Durante el último ciclo expansivo (1994-2007) y a pesar de la burbuja inmobiliaria, el sector servicios fue el responsable del 76% de la creación de ocupación en España, tendencia que a la luz de los datos parece que se mantendrá en el futuro.

Precisamente el desempleo ha tenido consecuencias muy negativas en la última encuesta trimestral de coste laboral (ETCL) al elevar el coste de indemnización por despido que soportan las empresas en forma de percepciones no salariales un 9,2% respecto al mismo trimestre del año anterior. Sin embargo, es necesario mati-

zar la contribución de las indemnizaciones ya que la mayor parte de los costes laborales corresponden al componente salarial, el cual se incrementó un 1,2%. Así, el coste laboral total de las empresas creció un 1,5% interanual y alcanza los 2.457 euros por trabajador y mes.

Dado que los costes salariales crecieron menos que la inflación en el tercer trimestre (3,1%), a primera vista diríamos que los salarios perdieron poder adquisitivo. Si construimos un índice con base en el año 2000 y tratamos el coste salarial total y la inflación de forma desestacionalizada, observamos que el único incremento realmente significativo del salario real se produjo desde el tercer trimestre del año 2008 al último de 2009, al aumentar el salario real promedio un 4,3%. Desde entonces, los salarios han perdido un 3,4% de su valor, por lo que ya han desandado gran parte del aumento de los últimos años.

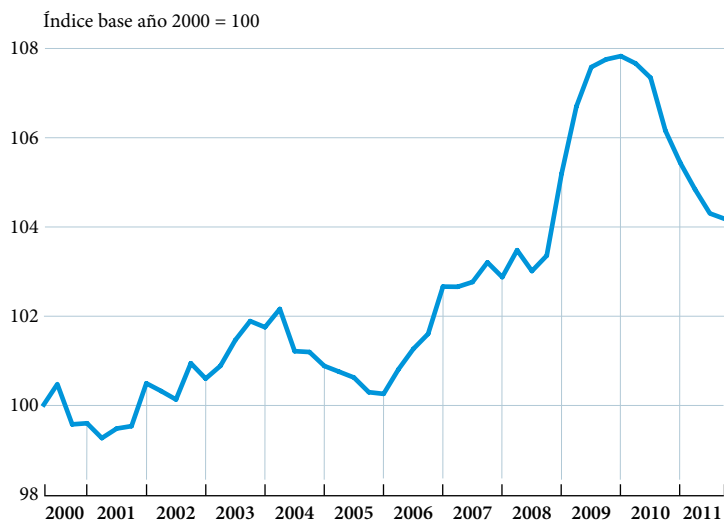
Es preciso señalar que a medio plazo es positivo que los salarios reales suban ya que ello indica que el trabajador con un

**El sector servicios cada vez tendrá más peso en el empleo.**

**El coste laboral crece y los salarios reales caen.**

## LA CRISIS AFECTA AL SALARIO REAL

Salario real



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística (INE) y elaboración propia.

## INDICADORES DE SALARIOS

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2009	2010	2010		2011		
			III	IV	I	II	III
<b>Incremento pactado en convenios (*)</b>	<b>2,3</b>	<b>1,5</b>	<b>1,3</b>	<b>1,5</b>	<b>3,1</b>	<b>2,7</b>	<b>2,7</b>
<b>Salario por puesto de trabajo equivalente a tiempo completo (**)</b>	<b>4,3</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,3</b>	<b>0,6</b>
<b>Encuesta trimestral de coste laboral</b>							
Costes salariales							
Total	3,2	0,9	0,1	0,0	1,0	0,6	0,6
<i>Industria</i>	2,1	2,9	2,9	2,8	3,0	3,1	3,1
<i>Construcción</i>	5,2	0,8	-0,9	0,6	2,3	3,2	3,2
<i>Servicios</i>	3,2	0,5	-0,4	-0,7	0,3	-0,2	-0,2
Ganancia media por hora trabajada	5,3	1,1	-0,9	1,3	0,2	1,3	1,3
Otros costes laborales	4,3	-1,1	-1,5	-1,0	0,4	1,5	1,5
Jornada laboral (***)	-2,0	-0,3	1,0	-1,4	0,8	-0,6	-0,6
<b>Jornales agrarios</b>	<b>2,6</b>	<b>2,9</b>	<b>4,5</b>	<b>0,8</b>	<b>1,7</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>
<b>Coste laboral en la construcción</b>	<b>4,7</b>	<b>1,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>1,3</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>

NOTAS: (\*) No incluye cláusulas de revisión salarial. Datos acumulados.

(\*\*) Contabilidad nacional trimestral; datos corregidos de estacionalidad y calendario.

(\*\*\*) Horas efectivas por trabajador y mes.

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales, Ministerio de Agricultura, Pesca y Alimentación, Ministerio de Fomento y elaboración propia.

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

salario promedio tiene mayor poder adquisitivo que antes. Desde el 2000 y hasta el verano de 2008, el salario real se incrementó un 4,3% mientras que el PIB per cápita lo hizo un 13,5%.

La última encuesta trimestral de coste laboral (ETCL) arroja luz sobre el coste del factor trabajo, clave en la formación de precios y de vital importancia en el con-

texto actual, dado que, de momento, el mercado exterior está siendo la única fuente de crecimiento. Hasta ahora, parece que estamos en la senda adecuada, recuperando niveles de competitividad. Aun así, el proceso de devaluación interna que está teniendo lugar no está exento de riesgos, ya que una devaluación demasiado acusada podría debilitar la demanda interna.



## Precios

### La fortaleza de la inflación y su inevitable descenso

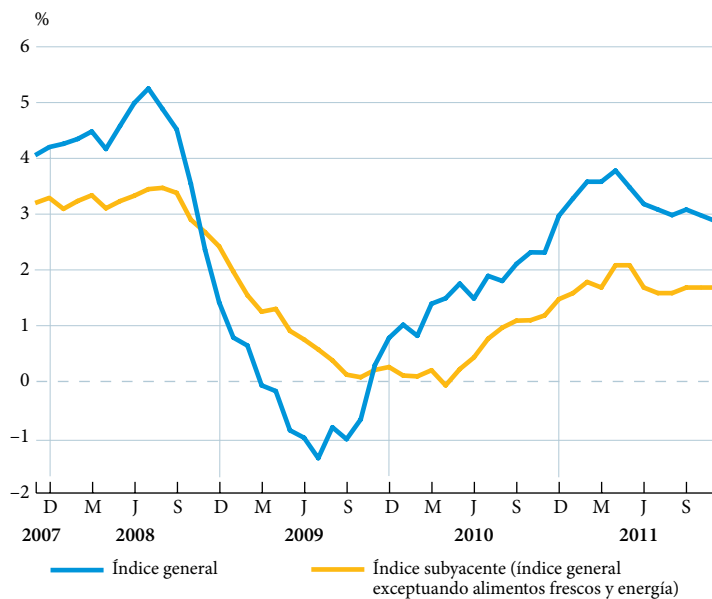
Cada día escuchamos alguna noticia sobre el débil estado de la economía y sin embargo observamos cómo la cesta de productos de consumo está cada vez más cara. Esta percepción no es errónea. El PIB crecerá cerca del 0,4% en el cuarto trimestre en términos interanuales y la previsión para el próximo medio año es que este crecimiento sea negativo. Sin embargo, la inflación apenas ha descendido en los últimos cinco meses, manteniéndose en cotas próximas al 3,0%. ¿Por qué es tan persistente el índice de precios al consumo (IPC)?

La inflación realizó en el mes de noviembre una bajada de apenas una décima respecto al mes anterior y situó en el 2,9% su tasa de variación interanual. La reducción de una décima es atribuible principalmente al descenso de la medicina y el transporte. La razón del descenso de la medicina es el impulso que el Gobierno dio el verano pasado al uso de los medicamentos genéricos cuando obligó a los médicos a recetar por principio activo y a los farmacéuticos a proveer el fármaco equivalente más barato. Así, los medicamentos y otros productos farmacéuticos disminuyeron en noviembre un 11,2% respecto al año pasado y la medicina un 2,9%.

**La inflación desciende una décima hasta el 2,9%.**

### LA INFLACIÓN EN TORNO AL 3,0% TIENE VISOS DE DESAPARECER

Variación interanual del IPC



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística (INE).

## 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	0,4	2,2	2,9
Diciembre	0,6	3,0	3,0			

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

### En diciembre la inflación caerá hasta el 2,5%.

Por su parte, la inflación de los carburantes y lubricantes ha sido en noviembre un punto inferior a la del mes pasado y sitúa en el 15,2% su tasa de variación interanual. De ahí que a pesar del descenso en 5 décimas del precio del transporte, éste alcance el 7,1%. Este grupo, sumado al de vivienda y bebidas alcohólicas y tabaco, con tasas del 6,0% y 10,5% empujan al alza la inflación. Estos tres componentes representan el 29% de la cesta a partir de la cual se calcula la inflación general, y la mitad de esta última cifra corresponde al transporte. Esto explica que la inflación subyacente, que excluye los alimentos no elaborados y los productos energéticos, se mantuviese imperturbable en el 1,7%.

Sin embargo, un descenso significativo de la inflación es inevitable de cara al mes de diciembre. La previsión es que el IPC descienda hasta cotas cercanas al 2,5%. La razón es la desaparición de los efectos que produjeron una subida de 7 décimas al final del año pasado, cuando una fuerte subida de las materias primas, principalmente petróleo, y el incremento del

impuesto sobre el tabaco impulsaron fuertemente al alza la inflación.

En contraposición, en diciembre de 2011 el barril de petróleo de calidad Brent apuntó un pequeño descenso respecto al mes anterior y la previsión para 2012 es que esta tendencia continúe hasta estabilizarse en torno los 77 euros por barril. Por su parte, el tabaco ya experimentó una fuerte subida de precios en septiembre y no se esperan cambios impositivos que afecten al mes de diciembre.

El pequeño descenso del mes de noviembre también se vio reflejado en el índice de precios al consumo armonizado (IPCA) que permite la comparación entre países europeos al equiparar cestas de compras. Por primera vez desde comienzos de 2010, los precios en España crecen menos en términos interanuales que en la eurozona, 2,9% frente al 3,0% de nuestros pares europeos. Un crecimiento menor de los precios es clave a la hora de exportar ya que produce ganancias en competitividad. De consolidarse esta tendencia, el diferen-

cial de precios insuflaría ánimos a un sector exterior que hasta ahora se está mostrando como el único motor de crecimiento de la economía española.

Las previsiones de inflación para 2012 tanto en España como en la eurozona son de tendencia descendente. Prueba de ello es la bajada de tipos hasta el 1,0% llevada a cabo por el Banco Central Europeo (BCE), así como la barra libre de liquidez provista por la máxima autoridad de la eurozona

para intentar aliviar las tensiones de liquidez en los mercados de financiación mayorista, medidas que no generarán inflación en el corto plazo.

En el caso español, la inflación se encuentra expuesta a varias incógnitas que podrían hacer variar alguna décima la previsión. En enero conoceremos la decisión del Ministerio de Industria sobre la tarifa de último recurso (TUR) que determina el precio de la luz en más de 20 millo-

**Los precios crecen por debajo de los de la eurozona.**

## ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO POR GRUPOS DE COMPONENTES

Noviembre

	Índices (*)	% variación mensual		% variación s/diciembre anterior		% variación anual	
		2010	2011	2010	2011	2010	2011
<b>Por clases de gasto</b>							
Alimentos y bebidas no alcohólicas	110,8	0,2	0,2	0,3	1,8	0,5	2,2
Bebidas alcohólicas y tabaco	151,2	0,1	0,2	8,6	4,2	8,5	10,5
Vestido y calzado	110,5	4,8	5,0	1,8	1,7	0,6	0,5
Vivienda	125,8	0,4	0,2	5,4	5,7	5,4	6,0
Menaje	109,6	0,2	0,4	0,8	1,0	0,9	1,2
Medicina	93,6	-0,2	-2,6	-1,3	-2,9	-1,2	-2,9
Transporte	118,6	0,9	0,4	7,2	5,1	6,7	7,1
Comunicaciones	97,1	0,0	0,0	-0,7	-1,5	-0,7	-1,6
Ocio y cultura	96,7	-0,9	-0,5	-2,4	-0,9	-1,0	0,4
Enseñanza	120,3	0,1	0,1	2,2	2,8	2,3	2,8
Hoteles, cafés y restaurantes	114,9	-0,2	-0,3	1,5	1,0	1,5	1,2
Otros	115,7	0,1	0,1	2,6	2,5	2,7	2,6
<b>Agrupaciones</b>							
Alimentos con elaboración	118,2	0,2	0,3	1,2	3,0	1,3	4,4
Alimentos sin elaboración	109,8	0,1	0,0	2,0	0,2	2,2	0,8
Conjunto no alimentario	112,7	0,6	0,5	2,6	2,3	2,5	2,8
Bienes industriales	111,6	1,4	1,1	4,1	3,4	3,6	3,9
<i>Productos energéticos</i>	137,2	1,2	0,5	12,4	10,7	11,7	13,8
<i>Carburantes y combustibles</i>	134,5	1,6	0,7	14,1	11,1	13,2	15,2
<i>Bienes industriales sin productos energéticos</i>	103,0	1,5	1,3	1,2	0,6	0,8	0,3
Servicios	113,9	-0,2	-0,2	1,2	1,2	1,5	1,6
Inflación subyacente (**)	110,7	0,5	0,4	1,2	1,3	1,2	1,7
<b>ÍNDICE GENERAL</b>	<b>113,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>2,4</b>	<b>2,2</b>	<b>2,3</b>	<b>2,9</b>

NOTAS: (\*) Base 2006 = 100.

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

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

## ESPAÑA RECOBRA COMPETITIVIDAD CON SUBIDAS DE PRECIOS MENORES QUE LA EUROZONA

Diferencial de inflación entre España y la eurozona



FUENTE: Eurostat.

nes de hogares. La tarifa actual crea un déficit anual que supera los 3.000 millones de euros y produce una deuda acumulada de 22.000 millones, de ahí que haya presiones al alza por parte de la industria.

Además, algunas comunidades autónomas han anunciado la subida de diferentes tasas en productos tan diversos como la

matrícula universitaria, el transporte, las recetas farmacéuticas, la pernoctación... La adopción definitiva de estas medidas, su cuantía final y su posible extensión a otros territorios determinarán si acaba teniendo un efecto visible en el IPC. En principio, la atonía de la demanda y el consumo público, así como la ralentización de la actividad, llevarán a la baja la inflación.

## Sector exterior

### ¿Se ha agotado la corrección del déficit comercial?

El déficit comercial del mes de octubre de 2011 registró una ligera reducción, del 1,9%, respecto al mismo mes del año anterior. Una mejora que puso fin a dos meses consecutivos de deterioros del desequilibrio comercial. Sin embargo, esta corrección fue significativamente inferior a las registradas durante la primera mitad del año pasado. ¿Significa esto que el ajuste del déficit comercial está llegando a su fin?

La respuesta depende del comportamiento de los principales factores subyacentes en la evolución del saldo comercial durante los próximos meses: la variación del precio del petróleo y el crecimiento económico tanto de España como de la zona del euro.

En lo que se refiere al primer elemento, el precio del petróleo juega un papel importante en la evolución del saldo comercial español, debido al elevado peso del componente energético. En efecto, el desequilibrio energético acumulado durante los

**El déficit comercial registra una leve corrección en octubre, del 1,9% interanual.**

## COMERCIO EXTERIOR

Enero-octubre 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	
<b>Por grupos de productos</b>								
Energéticos	45.964	27,2	21	11.942,9	66,9	6,7	-34.021	26,0
Bienes de consumo	51.406	5,4	24	57.136,7	11,7	32,2	5.731	111,1
<i>Alimenticios</i>	13.376	5,4	6	20.815,3	8,8	11,7	7.440	155,6
<i>No alimenticios</i>	38.030	5,4	18	36.321,4	13,4	20,4	-1.709	95,5
Bienes de capital	14.173	-3,3	7	15.287,9	18,1	8,6	1.115	107,9
Bienes intermedios no energéticos	105.188	9,8	49	93.248,5	15,1	52,5	-11.939	88,6
<b>Por áreas geográficas</b>								
Unión Europea	114.508	6,7	53	117.551,3	13,8	66,2	3.043	102,7
<i>Zona del euro</i>	92.991	7,6	43	93.809,6	10,5	52,8	819	100,9
Otros países	102.223	16,1	47	60.064,7	22,5	33,8	-42.158	58,8
<i>Rusia</i>	7.415	52,4	3	2.099,2	29,8	1,2	-5.316	28,3
<i>EEUU</i>	8.690	14,5	4	6.648,8	24,0	3,7	-2.041	76,5
<i>Japón</i>	2.683	-7,1	1	1.551,7	32,7	0,9	-1.131	57,8
<i>América Latina</i>	13.927	20,4	6	10.006,5	22,0	5,6	-3.921	71,8
<i>OPEP</i>	22.601	20,2	10	6.786,7	23,0	3,8	-15.814	30,0
<i>Resto</i>	46.908	10,8	22	32.971,9	21,4	18,6	-13.936	70,3
<b>TOTAL</b>	<b>216.731</b>	<b>10,9</b>	<b>100</b>	<b>177.616,0</b>	<b>16,6</b>	<b>100,0</b>	<b>-39.115</b>	<b>82,0</b>

FUENTES: Ministerio de Economía y elaboración propia.

**El componente energético representa, con 40.483 millones de euros, el 84% del déficit de los doce meses previos a octubre.**

doce meses previos a octubre de 2011 representaba el 84% del déficit total, situándose en los 40.483 millones de euros, un 19,5% superior al saldo acumulado el año anterior. Este deterioro respondió al fuerte incremento de las importaciones energéticas, del 28,7% en este periodo, impulsadas por el repunte de los precios, del 24,9% interanual. Por lo tanto, el estancamiento del precio del petróleo durante los últimos meses del año, y su ligera reducción prevista para 2012, reducirán la presión sobre el déficit energético durante los próximos meses.

Todo ello tendrá lugar en un contexto de debilidad del consumo de los hogares que se verá reflejado en un menor dinamismo del conjunto de las importaciones. De hecho, los datos de octubre apuntan hacia esta dirección, con un crecimiento de las importaciones del 9,2% interanual, lejos del 17,5% de agosto. Este efecto es aún más

evidente si corregimos la serie del efecto de los precios de las importaciones. Así, el volumen de estas se mantuvo, en octubre, prácticamente al mismo nivel que un año atrás, con un aumento del 0,5% interanual.

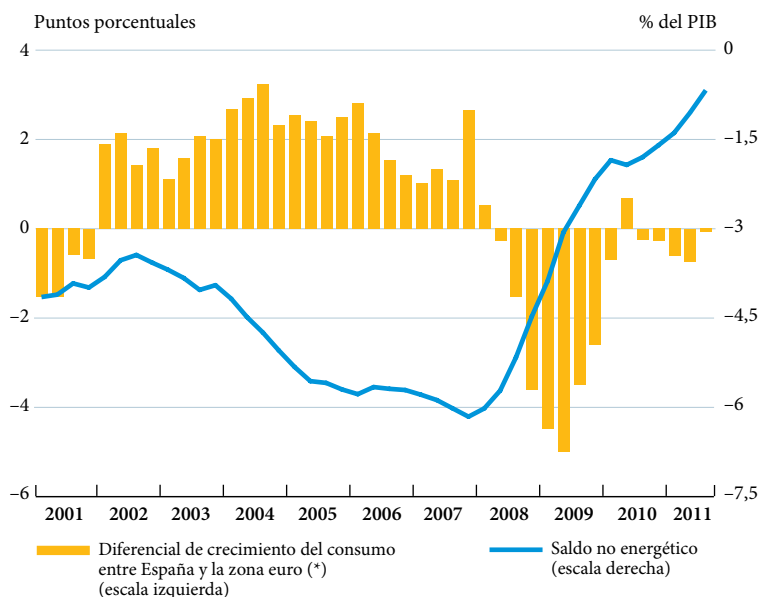
Se espera que la tasa de variación de las importaciones mantenga esta senda decreciente en 2012, llegando a registrar reducciones en algunos meses. Sin embargo, la economía europea, principal socio comercial de España, también sufrirá una ralentización de su economía en este mismo año que disminuirá el ritmo de crecimiento de las exportaciones españolas. Por consiguiente, la evolución del saldo comercial no energético dependerá de cuál de los dos flujos comerciales (importaciones o exportaciones) registre una mayor ralentización.

Como se observa en el gráfico siguiente, la corrección del déficit no energético coincide con aquellos periodos en los que el con-

**El mejor comportamiento del consumo europeo respecto al español mantendrá la corrección del déficit no energético.**

### EL MEJOR COMPORTAMIENTO DEL CONSUMO EUROPEO PERMITE REDUCIR EL SALDO NO ENERGÉTICO

Diferencial entre el crecimiento del consumo español frente al europeo y déficit no energético



NOTA: (\*) Niveles positivos (negativos) significan un mayor (menor) crecimiento del consumo español que el de la zona del euro.  
FUENTES: Ministerio de Economía, Eurostat y elaboración propia.

sumo de los hogares europeos ha tenido un mejor comportamiento que el español. Destaca la intensa corrección iniciada en 2008, cuando el déficit no energético disminuyó del 6,2% del producto interior bruto (PIB) hasta el 0,7% del tercer trimestre de 2011. Este ajuste solo se vio truncado en el segundo trimestre de 2010, debido al adelanto del consumo ante las subidas impositivas. Teniendo en cuenta la elevada probabilidad de que el consumo de los hogares europeos tenga un mejor comportamiento que el de los españoles a lo largo de 2012, esta tendencia deberá mantenerse durante los próximos trimestres.

### **El déficit corriente ya alcanza niveles de 2004**

Por lo que respecta al déficit corriente, los datos del mes de septiembre muestran cierta ralentización en su ritmo de corrección, con una caída del 10,3% interanual. Como consecuencia de esta nueva mejoría, la sexta consecutiva, el saldo acumulado durante los últimos doce meses se redujo hasta los 43.601 millones de euros, equivalente al 4,1% del PIB del mismo periodo. Esta cifra reduce en dos décimas la registrada el trimestre anterior, y se sitúa a niveles similares a los de 2004.

El desglose por componentes señala a la balanza de servicios y a la de transferencias como las principales partidas de ajuste del desequilibrio corriente en el último trimestre, compensando el mal comportamiento de la balanza de rentas. Así, el superávit de la balanza de servicios aumentó hasta el 3,1% del PIB, un nivel que no alcanzaba desde el año 2003. Ello responde, principalmente, a la evolución del saldo turístico, impulsado por el mayor dinamismo de la economía europea durante el primer semestre de 2011 y los conflictos armados en el Norte de África. Sin embargo, la ralentización de la entrada de turistas en noviembre, con un crecimiento del 3,6% interanual, muestra ciertos signos de agotamiento a nuevos aumentos del superávit de la balanza durante los últimos meses de 2011 y 2012.

Por otro lado, esperamos que el déficit de la balanza de rentas mantenga su tendencia creciente iniciada en 2011. El déficit acumulado durante los últimos doce meses aumentó hasta los 27.614 millones de euros en septiembre. Esta cifra es 5.673 millones de euros superior a la registrada en diciembre de 2010 y pone de manifiesto el mayor coste de financiación de la deuda española el año pasado.

**El déficit corriente se reduce hasta el 4,1% del PIB en septiembre.**

**El déficit de la balanza de rentas continúa deteriorándose.**

## Sector público

### 2012: nuevas medidas para salir de la crisis de deuda

**Nuevos acuerdos alcanzados en la cumbre europea para encarrilar la crisis europea.**

El símbolo del euro (€) se inspira en la inicial de Europa y la letra épsilon del alfabeto griego, en referencia a la que fuera cuna de la civilización europea. Las dos líneas paralelas que lo cruzan representan la estabilidad de la divisa. Paradójicamente fue en el país heleno donde se iniciaron las turbulencias que posteriormente terminaron por contagiar al resto de mercados de deuda pública europeos, poniendo en duda la continuidad de la moneda única. Ante esta amenaza, los acuerdos alcanzados en la cumbre europea del pasado mes de diciembre sentaron las bases para superar la crisis de la deuda soberana. Sin duda, la futura implementación de lo que hoy no es más que un esbozo y la credibilidad del proceso de consolidación fiscal española determinarán la presión sobre nuestras finanzas públicas. Todo ello en un contexto de estancamiento de la economía.

Las medidas pactadas por la mayoría de estados de la Unión Europea (UE), a excepción del Reino Unido, denotan su disposición a ceder soberanía fiscal. Así, se acordó establecer un límite más estricto sobre los presupuestos públicos, cuyo déficit estructural (esto es, una vez descontados los efectos del ciclo económico) no podrá superar el 0,5% del producto interior bruto (PIB). La mayor disciplina fiscal también se hace patente con el endurecimiento de las medidas correctoras cuando se incurra en un déficit superior al 3% del PIB y la capacidad de la Comisión Europea para supervisar los planes presupuestarios. Además, se adelanta un año la entrada en vigor del Mecanismo Europeo

de Estabilidad (MEDE), para julio de 2012, aunque sin aumentar su dotación de 500.000 millones de euros. A esta cantidad, deben añadirse los 200.000 millones que la UE aportará al Fondo Monetario Internacional (FMI) para que este pueda prestarlos a países con apuros.

Estos acuerdos suponen un pequeño avance hacia la dirección correcta. Sin embargo, su lenta implementación y la demora de sus resultados hasta el medio plazo pueden mantener las incertidumbres en los mercados, especialmente ante las expectativas de ralentización de la economía europea en 2012.

En este contexto, el diferencial de la rentabilidad de los bonos a 10 años españoles respecto a sus homólogos alemanes, conocida como prima de riesgo, se redujo en medio punto porcentual desde la celebración de la cumbre, hasta los 325 puntos básicos (p.b.). Esta cifra se sitúa lejos del máximo alcanzado a mediados de noviembre, cuando se rebasaron los 500 p.b. Fruto de ello, las nuevas emisiones de diciembre de letras del tesoro a 12 y 18 meses se colocaron a un coste un punto porcentual inferior a las del mes anterior, con una demanda que superaba en más de tres veces a la oferta.

A pesar de esta mejora, la prima de riesgo española cerró 2011 en unos niveles significativamente superiores a los 250 puntos registrados a inicios de año. Las elevadas necesidades de financiación del Estado para 2012, que se estiman superiores a los 160.000 millones de euros, otorgan un papel clave a la evolución de sus costes de financiación. Estos dependerán de varios

**La prima de riesgo española se reduce hasta los 325 puntos básicos.**



factores, entre los que destacan la solidez del proceso de consolidación fiscal español y la senda de crecimiento de la economía española.

Por lo que se refiere al ajuste fiscal, estimamos que el déficit del sector público superó en más de un punto porcentual el objetivo del 6,0% del PIB fijado para 2011. Los datos disponibles apuntan a las desviaciones presupuestarias de las comunidades autónomas y de la Seguridad Social como principales razones. En efecto, el déficit acumulado por las primeras entre enero y septiembre equivalía al 1,2% del PIB de 2011. Esta cifra se situaba una décima por debajo del límite fijado para el conjunto del año. La reducción de los gastos en cerca de 3.000 millones respecto al mismo periodo del año anterior no fue suficiente para compensar la caída de los ingresos en una cuantía similar. Dado que el cuarto trimestre suele venir acompañado de elevadas obligaciones de gasto, estimamos que el déficit total superó el 1,5% del PIB de 2011.

De forma similar, durante los once primeros meses del año, las administraciones de la Seguridad Social redujeron su superávit en un 41,8% interanual, hasta los 5.611 millones de euros. El deterioro del empleo, y por lo tanto de las cotizaciones, en la recta final de 2011 podría incluso haber situado el saldo presupuestario a final de año en números rojos, lejos de los 3.924 millones de euros previstos por el Gobierno.

La debilidad de la actividad económica tampoco contribuyó a que el déficit del

Estado se redujera más de las nueve décimas previstas por el Gobierno, alcanzando el 4,8% del PIB. Hasta el mes de noviembre, el desequilibrio presupuestario, en términos de contabilidad nacional, se corrigió un 4,9% interanual, situándose ligeramente por encima del objetivo. A pesar de que el nuevo sistema de financiación implementado en 2011 no facilita la plena comparación respecto al año anterior, los flujos de caja permiten distinguir las principales fuerzas que subyacen en esta mejora. Por el lado de los pagos del Estado, las principales vías de ajuste del gasto público están siendo las inversiones reales y los gastos corrientes en bienes y servicios. Por lo que respecta a los ingresos, el análisis de los datos agregados del Estado y de las administraciones territoriales muestra prácticamente el estancamiento de los ingresos impositivos respecto a los diez primeros meses del año 2010.

Como consecuencia, la corrección del déficit público en 2011 menor a la prevista, el débil pulso de la economía y la carga creciente del pago de los intereses requerirán de un mayor esfuerzo para alcanzar los objetivos de déficit de 2012. En este sentido, el nuevo presidente del Gobierno, Mariano Rajoy, desgranó en su discurso de investidura una hoja de ruta marcada por la austeridad y la disciplina presupuestaria. Destacan, entre las principales medidas, el proceso de simplificación de las agencias y otras entidades públicas, el recorte de los gastos corrientes de la Administración General del Estado y la no reposición de los funcionarios públicos.

**Las necesidades de financiación del Estado para este año se estiman superiores a los 160.000 millones de euros.**

**El déficit de las comunidades autónomas alcanza el 1,2% del PIB de 2011 en el tercer trimestre.**

**El déficit del Estado acumulado hasta octubre de 2011 se reduce un 16,9% interanual, en línea con el objetivo del 4,8% del PIB.**

## Ahorro y financiación

**El BCE inyecta 443.000 millones de euros a las entidades bancarias europeas.**

### La liquidez del BCE no garantizará el crecimiento del crédito

El año nuevo se encara con renovadas esperanzas respecto a la reducción de las tensiones que han afectado al sector bancario durante los últimos meses. El compromiso del Banco Central Europeo (BCE) de proveer de liquidez a la banca europea y la aceleración del proceso de reestructuración del sector bancario español pretenden disipar las dudas en los mercados de financiación. El estancamiento de la actividad económica y el proceso de desendeudamiento del sector privado español dificultarán, sin embargo, la recuperación del crédito durante este año.

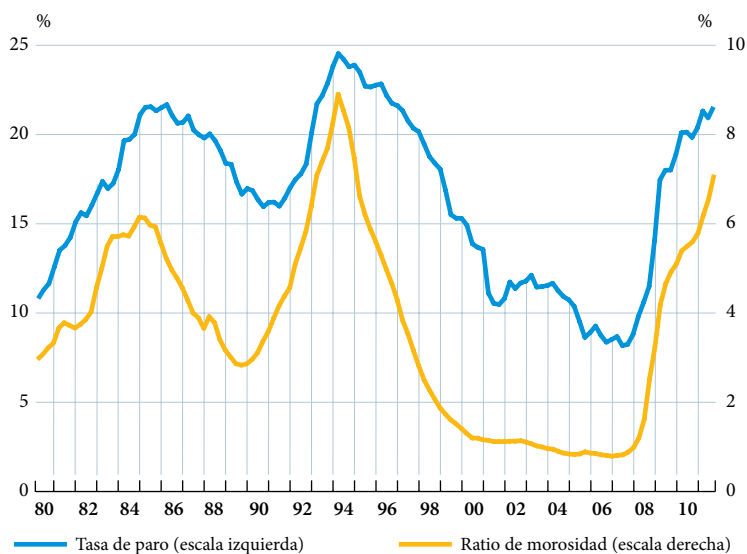
En efecto, la primera subasta del BCE a tres años se saldó con una demanda neta

de más de 443.000 millones por parte de 531 entidades bancarias europeas. Esta fue la mayor inyección por parte de la máxima autoridad monetaria ya que superó a la adjudicación de junio de 2009, en la que fue su primera subasta a un año. Dicha facilidad de liquidez supone un bálsamo para el sistema bancario español que sufrió, durante 2011, los efectos del cierre de los mercados de financiación mayorista. Su relevancia se hace patente si tenemos en cuenta los elevados vencimientos de deuda bancaria española para 2012, ligeramente superior a los 120.000 millones de euros. Esta cifra prácticamente cuadruplica las emisiones realizadas a lo largo del año pasado, de 31.000 millones.

De hecho, para poder afrontar sus necesidades de liquidez del segundo semestre de

### EL DETERIORO DEL MERCADO LABORAL SEGUIRÁ PRESIONANDO AL ALZA LA RATIO DE MOROSIDAD EN 2012

Tasa de paro y ratio de morosidad



FUENTES: Banco de España y Ministerio de Trabajo.

2011, la banca española amplió su recurso al eurosistema en 56.000 millones de euros entre abril y noviembre del año pasado. Así, la apelación al BCE se convirtió en uno de sus principales canales de financiación al alcanzar, con 98.000 millones de euros, un máximo desde septiembre de 2010. Esta cifra representaba el 26,2% del total de dinero prestado por el BCE a las entidades de crédito europeas. Una ratio muy elevada si tenemos en cuenta que los activos de la banca española equivalen a cerca del 12% de los del sector bancario europeo.

Este hecho refleja la incertidumbre existente respecto a la solvencia del sistema bancario español que persiste a pesar de la reestructuración llevada a cabo en 2011. Un proceso que supuso, al mismo tiempo, la recapitalización de algunas de las entidades hasta el nuevo límite del 8% exigido por el Banco de España. Una de las principales razones de esta incertidumbre es la elevada ratio de morosidad que presenta el

sistema bancario español. Esta aumentó en 26 puntos básicos el pasado mes de octubre, hasta alcanzar el 7,42% de los créditos a otros sectores residentes. En el gráfico anterior se observa que aquellos periodos con un mayor incremento de la tasa de paro suelen venir de la mano de aumentos en la ratio de impagados. Como consecuencia, el deterioro del mercado laboral previsto para 2012 nos lleva a pronosticar nuevos incrementos de la mora.

Según los datos desagregados por ramas de actividad, el crecimiento de la ratio de morosidad responde, en gran medida, al aumento de los activos dudosos en los sectores de la construcción y la promoción inmobiliaria. Estos alcanzaron, en septiembre, ratios del 16,1% y del 19,0% respectivamente, lejos del 5,2% de la industria o el 4,4% de los servicios. Aunque partiendo desde niveles muy inferiores, la morosidad de las familias también intensificó su aumento en este periodo, hasta el 3,4%.

**La banca española eleva el recurso al BCE hasta los 98.000 millones de euros.**

**La ratio de morosidad aumenta hasta el 7,42% en octubre.**

## FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS (1)

Octubre 2011

	Saldo	Variación año actual	Variación 12 meses	%
	Millones de euros	Millones de euros	% (2)	participación
Sector privado	2.145.479	-63.046	-2,0	75,3
Empresas no financieras	1.270.922	-39.039	-2,0	44,6
<i>Préstamos de entidades residentes (3)</i>	851.819	-45.656	-4,4	29,9
<i>Valores distintos de acciones</i>	65.090	4.142	6,6	2,3
<i>Préstamos del exterior</i>	354.014	2.474	2,8	12,4
Hogares (4)	874.557	-24.007	-2,0	30,7
<i>Préstamos para la vivienda (3)</i>	668.847	-11.111	-1,1	23,5
<i>Otros (3)</i>	202.290	-12.996	-4,9	7,1
<i>Préstamos del exterior</i>	3.420	100	4,5	0,1
Administraciones públicas (5)	704.324	62.441	13,7	24,7
<b>TOTAL</b>	<b>2.849.803</b>	<b>-605</b>	<b>1,1</b>	<b>100,0</b>

NOTAS: (1) Residentes en España.

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

(3) Incluyen préstamos titulizados fuera del balance bancario.

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

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

**La creación de un banco malo que agrupe los activos improductivos podría sanear rápidamente los balances de los bancos.**

Dado que el crédito vivo de las actividades inmobiliarias superaba los 405.000 millones de euros en el tercer trimestre, un 22,8% del crédito total, no extraña que el riesgo inmobiliario sea considerado la principal amenaza para la solvencia del sector bancario español. De acuerdo con el Banco de España, el volumen de crédito y activos inmobiliarios problemáticos en manos de las entidades financieras ascendía hasta los 176.000 millones de euros a mediados de 2011. Esta suma incluye los activos inmobiliarios adjudicados y los créditos morosos o susceptibles de serlo.

Por lo tanto, para reducir la desconfianza de los mercados, el nuevo Gobierno se está planteando la creación de un banco malo que agrupe los activos improductivos de la banca española. Esta propuesta permitiría sanear de forma rápida los balances de las entidades financieras. Sin embargo, como muestran la experiencia en países como Irlanda o Alemania, el diseño de este banco malo puede llevar a resultados muy dis-

tintos, por lo que se convierte en una tarea de suma complejidad. Así, el grado de participación del Estado, la valoración de los activos improductivos y los mecanismos para exigir responsabilidades a las entidades que se beneficien de su implementación son aspectos importantes.

Tanto las inyecciones de liquidez del BCE como la creación del banco malo son medidas que tratan de reactivar la financiación al sector privado. Hasta el mes de octubre, esta se redujo un 2,0% interanual con caídas de la misma cuantía para los hogares y las empresas.

Si tenemos en cuenta solo el crédito bancario al sector público, la disminución fue incluso mayor en este mismo periodo, hasta situarse un 2,5% por debajo del nivel de octubre de 2011. El desglose muestra una caída generalizada en todos los sectores. Destaca la caída del crédito a la construcción, del 15,8% respecto al tercer trimestre de 2010. El sector de los servicios

## CRÉDITO POR FINALIDADES AL SECTOR PRIVADO

Tercer trimestre de 2011

	Saldo (*)		Variación año actual		Variación 12 meses	
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%	
<b>Financiación de actividades productivas</b>						
Agricultura, ganadería y pesca	22.203	-925	-4,0	-1.253	-5,3	
Industria	145.503	-6.873	-4,5	-6.528	-4,3	
Construcción	102.258	-12.261	-10,7	-19.255	-15,8	
Servicios	681.132	-14.002	-2,0	-13.242	-1,9	
<b>Total</b>	<b>951.096</b>	<b>-34.061</b>	<b>-3,5</b>	<b>-40.278</b>	<b>-4,1</b>	
<b>Financiación a personas físicas</b>						
Adquisición y rehabilitación de vivienda propia	655.734	-7.063	-1,1	-3.498	-0,5	
Adquisición de bienes de consumo duradero	38.478	-3.590	-8,5	-1.781	-4,4	
Otras financiaciones	100.350	-7.566	-7,0	-10.875	-9,8	
<b>Total</b>	<b>794.562</b>	<b>-18.219</b>	<b>-2,2</b>	<b>-16.154</b>	<b>-2,0</b>	
<b>Otros</b>	<b>43.188</b>	<b>-2.826</b>	<b>-6,1</b>	<b>8.001</b>	<b>22,7</b>	
<b>TOTAL</b>	<b>1.788.847</b>	<b>-55.106</b>	<b>-3,0</b>	<b>-48.431</b>	<b>-2,6</b>	
<i>Adquisición de viviendas y actividades inmobiliarias</i>	<i>928.615</i>	<i>-19.616</i>	<i>-2,1</i>	<i>-20.170</i>	<i>-2,1</i>	

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

fue el que registró una menor caída, del 1,9% en ese mismo periodo. Por lo que respecta al crédito a los hogares, fueron las partidas de consumo las que registraron una mayor contracción mientras que el crédito hipotecario se redujo un 0,5% interanual. Sin embargo, el adelanto de la demanda de crédito durante los últimos meses de 2010, debido al fin de las desgravaciones fiscales por la compra de vivienda habitual, apunta hacia mayores caídas en el cuarto trimestre del año.

En clave de futuro, las medidas adoptadas para reactivar el crédito no bastarán para evitar una nueva caída en 2012. De este modo prevemos que el estancamiento de la economía y el desapalancamiento de los hogares y las empresas sitúen la tasa de variación en el -2,3% respecto al saldo de 2011.

### Los depósitos continúan reduciéndose

En este contexto de debilidad de la economía española, es probable que el ahorro de las familias, en relación con su renta disponible, aumente por encima del 12,8% de junio de 2011. Ello responderá al mayor ahorro preventivo debido al deterioro del mercado laboral y del sentimiento de los consumidores. A pesar de este repunte,

que se prolongaría durante los primeros meses de este año, no esperamos que el ahorro se aproxime a los niveles máximos registrados en 2009, del 18,5%.

A pesar de este repunte del ahorro, los pasivos de los hogares y las empresas españolas del mes de octubre aceleraron su senda de reducción, con una caída del 2,2% respecto al mismo mes del año anterior. El análisis de los distintos pasivos bancarios muestra que esta reducción afectó tanto a los instrumentos de corto como de largo plazo. Sin embargo, esta caída vendría explicada, en gran medida, por la sustitución de los depósitos bancarios por otro tipo de instrumentos financieros con una mayor rentabilidad. Entre estos destacan los bonos de deuda pública y los pagarés de las propias entidades financieras que, a diferencia de los depósitos, no presentan un límite a la rentabilidad que pueden ofrecer.

Esperamos que la mayor liquidez inyectada a los mercados reduzca la necesidad de financiación de las entidades financieras a través de los depósitos minoristas. Ello suavizará la competencia de los últimos meses por la captación de recursos minoristas y disminuirá el tipo de interés de los nuevos depósitos a plazo, que en octubre era del 2,72%.

**El crédito se reduce un 2,5% interanual en octubre de 2011, presionado por el crédito inmobiliario.**

**El repunte del ahorro de las familias debilita el consumo privado.**

**La mayor liquidez inyectada reducirá la guerra de los depósitos.**

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

Octubre 2011

	Saldo	Variación año actual		Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%	
A la vista	258.740	-3.026	-1,2	6.288	2,5	18,9
De ahorro	197.144	-14.143	-6,7	-10.025	-4,8	14,4
A plazo	716.874	-26.775	-3,6	-21.712	-2,9	52,3
En moneda extranjera	16.261	-3.122	-16,1	-4.121	-20,2	1,2
<b>Total depósitos</b>	<b>1.189.019</b>	<b>-47.066</b>	<b>-3,8</b>	<b>-29.570</b>	<b>-2,4</b>	<b>86,7</b>
<b>Resto del pasivo (*)</b>	<b>181.614</b>	<b>-21.398</b>	<b>-10,5</b>	<b>-1.731</b>	<b>-0,9</b>	<b>13,3</b>
<b>TOTAL</b>	<b>1.370.633</b>	<b>-68.463</b>	<b>-4,8</b>	<b>-31.302</b>	<b>-2,2</b>	<b>100,0</b>

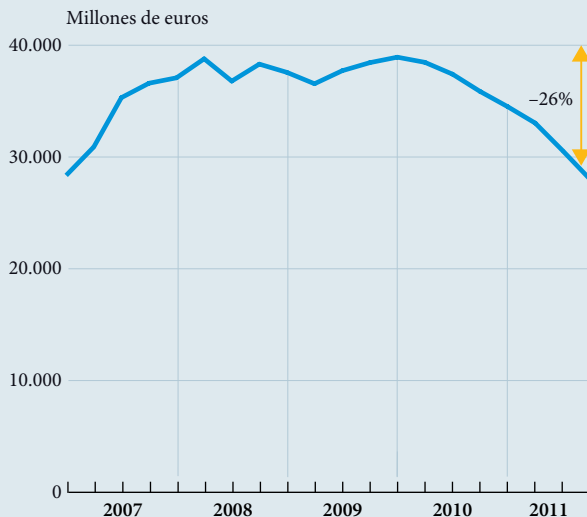
NOTA: (\*) Balance agregado según los estados de supervisión. Incluye transferencias de activos, pasivos financieros híbridos, cesión temporal de activos y depósitos subordinados.  
FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

## Rentabilidad de la banca española en el contexto actual y perspectivas futuras

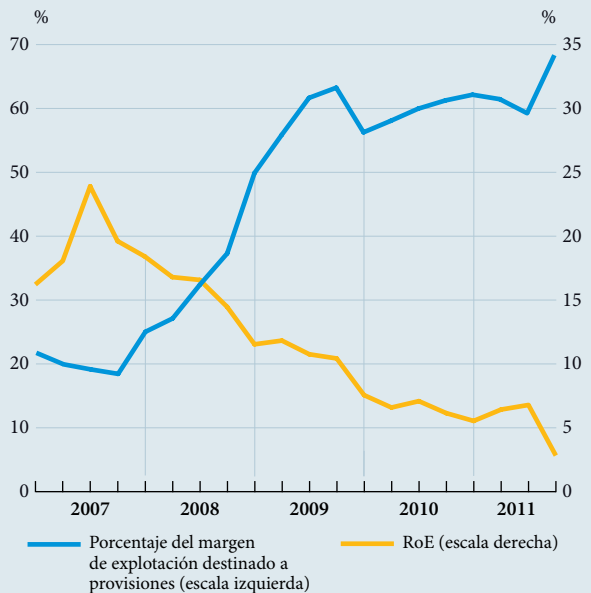
El sistema financiero español se caracteriza por una elevada capacidad para generar resultados recurrentes, pero en los últimos dos años estos se han reducido de forma importante. Por ejemplo, el beneficio antes de provisiones del sistema (margen de explotación), cuyo importe debe ser suficiente para provisionar créditos dudosos, y también para remunerar al capital, ha caído un 26% respecto a máximos de 2007-2009. ¿Será posible de cara al futuro generar resultados que permitan realizar las provisiones necesarias y remunerar a los fondos propios de forma que podamos generar y atraer el capital necesario para cumplir con las nuevas exigencias del mercado y la nueva regulación de Basilea III? ¿Cuáles son las herramientas que pueden utilizar las entidades para mejorar su resultado en el difícil entorno actual?

En los gráficos siguientes vemos cómo en los últimos ejercicios las provisiones están consumiendo una parte creciente del margen de explotación y, en consecuencia, el RoE está disminuyendo hasta niveles mínimos (2,9%, en septiembre) y claramente por debajo del coste del capital, que se estima en torno al 10%-12%.

### EVOLUCIÓN DEL MARGEN DE EXPLOTACIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL (\*)



### PORCENTAJE DEL MARGEN DE EXPLOTACIÓN DESTINADO A PROVISIONES RoE DEL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL (\*\*)



NOTAS: Conjunto de entidades de depósito, resultado anualizado (suma de 4 trimestres de resultados individuales).

(\*) Margen de explotación = Margen intereses + Instrumentos de capital + Comisiones + Resultados operaciones financieras - Gastos de explotación.

(\*\*) No se incluyen los saneamientos realizados contra reservas en 2010.

FUENTE: Banco de España, INFBAL.

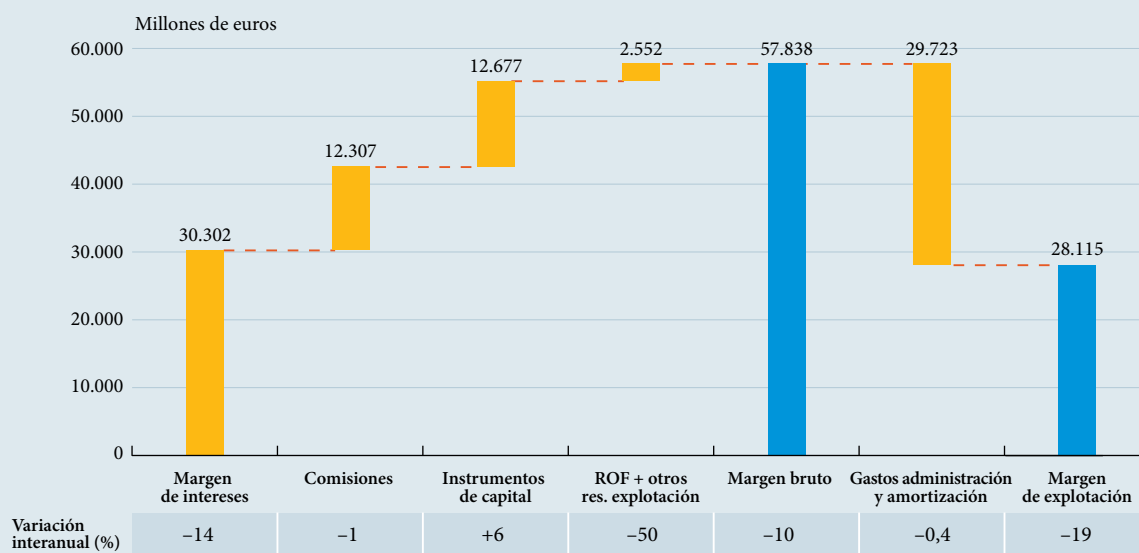
Al tratarse de un elemento muy correlacionado con el ciclo económico, y dadas las previsiones de elevadas tasas de desempleo, esperamos que la tasa de morosidad y los activos adjudicados se mantengan en niveles muy elevados en el futuro inmediato, obligando a mantener el importante volumen de dotaciones que se realiza actualmente.

Será más a largo plazo, con la recuperación económica, cuando volvamos a niveles de coste del riesgo (provisiones/ crédito) próximos a la media histórica (0,27% durante 1981-2008), y alejados del actual 1,2% que exige destinar a provisiones el 68% del margen de explotación.

Por otro lado, la evolución del RoE nos muestra que la remuneración del capital es insuficiente, y de hecho lo sería también considerando un coste del riesgo promedio del ciclo y no el elevado coste actual. Esta baja remuneración es especialmente preocupante en la actualidad, dado que los requisitos de Basilea III obligan a generar internamente capital y atraerlo, y esto solo será posible ofreciendo una rentabilidad suficientemente atractiva a los fondos propios.

Pero ¿cómo conseguir el aumento del margen de explotación que permita la obligada mejora de la remuneración del capital? Veamos cuáles son los principales componentes de este margen y las perspectivas sobre ellos.

### MARGEN DE EXPLOTACIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL, SEPTIEMBRE DE 2011 (\*)



NOTA: (\*) Datos agregados a partir de resultados individuales (no consolidados) del conjunto de entidades de depósito en el periodo septiembre de 2010-septiembre de 2011.

FUENTE: Banco de España, INFBAL.

Observamos que el margen de intereses supone más del 52% del margen bruto, condicionando decisivamente la totalidad del margen de explotación, puesto que los costes de explotación (fundamentalmente gastos de personal) son bastante estables. Las previsiones indican que dicho margen de intereses volverá a contraerse en torno al 10% en 2012 y crecerá solo ligeramente en 2013, siendo varios los factores que explican esta nueva contracción a corto plazo.

En primer lugar, los agentes económicos han iniciado ya el inevitable proceso de **desapalancamiento**, reduciendo su demanda de crédito de forma considerable. Este factor, unido al escaso y costoso pasivo para las entidades, reduce la nueva concesión de crédito. La reducción de la demanda es un proceso todavía no concluido, un factor

estructural (y no solo coyuntural) que reducirá el volumen de negocio y, por tanto, el margen de intereses del sistema durante cierto tiempo.

Adicionalmente, los **tipos de referencia** continuarán en niveles bajos. Ello afectará negativamente al margen de intereses de las entidades, que habitualmente se benefician de niveles de tipos altos gracias a la rigidez del coste de los depósitos a la vista.

Por otro lado, el **coste del resto pasivo** continuará siendo inusualmente alto. Las causas: los elevados vencimientos que afrontan las entidades en 2012 (120.000 millones de euros) y el difícil acceso a los mercados mayoristas de financiación, que provocarán que persista la competencia por la captación de pasivo minorista a precios muy elevados.

Además, a la competencia entre entidades se ha añadido en los últimos meses la del **sector público**: las altas remuneraciones de las últimas subastas de letras del Tesoro han provocado cierto traspaso de depósitos del sector bancario hacia productos de deuda pública, y obligan a las entidades a ofrecer altas remuneraciones para poder competir con estos productos.

Como consecuencia de la competencia entre entidades, y entre entidades y sector público, los tipos ofrecidos son en muchos casos superiores a la remuneración que obtienen las entidades de sus créditos, generando una situación que es insostenible a medio y largo plazo.

En este difícil contexto, las medidas de **apoyo a la banca del Banco Central Europeo** pueden representar un importante alivio: la liquidez ilimitada a un menor tipo y la reducción del coeficiente de caja reducen los costes financieros y liberan activos que se pueden rentabilizar. De todos modos, tradicionalmente esta ha sido una fuente de financiación considerada de último recurso y con cierto coste reputacional, por lo que las entidades han preferido no recurrir masivamente a ella.

Por último, como ya se ha señalado, las entidades presentan un elevado **volumen de créditos morosos y adjudicados**, que en la actualidad representan el 11% del crédito a sectores privados residentes. Estos activos generan un doble impacto negativo en la cuenta de resultados, ya que además de la necesidad de provisionarlos, afectan negativamente al margen de intereses al tratarse de activos que necesitan seguir siendo financiados pero que no generan ingresos financieros.

Por todas las razones mencionadas, las condiciones actuales no permiten confiar en una mejora inmediata del margen de intereses. Es preciso recurrir a otras vías para aumentar la rentabilidad. La primera podría ser aumentar los **diferenciales** cobrados en los nuevos créditos, para adaptarlos al nuevo coste del pasivo, al coste de riesgo, que se había infraestimado, y al de liquidez. En cualquier caso, el impacto de esta medida es atenuado por la débil demanda crediticia actual y sería significativo solo a largo plazo.

Por otro lado, reducir el sobre coste del pasivo requeriría una solución para la crisis de la deuda, cosa que facilitaría el acceso a los mercados mayoristas de financiación, relajándose de este modo las tensiones de liquidez, y poniendo fin así a la guerra del pasivo.

La segunda opción para mejorar la rentabilidad es un aumento en las **comisiones** cobradas, acercando los precios a los costes. No obstante, esta medida es de difícil implementación en un entorno de elevada competencia y sensibilidad al precio de los consumidores.



Otras fuentes de ingresos, como son los **dividendos** y los resultados por puesta en equivalencia de empresas participadas, dependen de las vicisitudes de dichas empresas, y de la continuidad de dichas participaciones. Por otro lado, los resultados de tesorería, principal componente del **ROF**, son altamente volátiles y no constituyen una fuente estable de beneficios.

La dificultad para mejorar los ingresos ha forzado a muchas entidades a **reducir costes**. Se han realizado ya importantes ajustes de estructura para disminuir el exceso de capacidad instalada: el número de empleados y oficinas ha caído entre 2008 y 2011 un 10% y un 13%, respectivamente. Pero existe un desfase temporal entre la adopción de las medidas y su impacto en resultados. Por ello en las cajas de ahorro, que han realizado mayores ajustes, en septiembre de 2011 los gastos de explotación se reducen solo a una tasa del 2,3% interanual, mientras que el margen bruto (antes de gastos de personal y provisiones) lo hace a un 27,7%. El impacto de los ajustes realizados será mayor cuando se materialicen todas las sinergias de las fusiones, pero parece inevitable seguir actuando sobre la estructura de costes, sea mediante la reducción de costes unitarios o de la capacidad (vía una mayor concentración del sector).

Ante este contexto general, la situación entre entidades es muy heterogénea, tanto en lo referente a evolución de resultados, ajustes realizados y activos problemáticos como en cuanto a tensiones de liquidez que les induzcan a incurrir en sobrecostes en la captación de pasivo o a ser más conservadoras en la concesión de crédito. Es de prever que a nivel individual las entidades tengan que actuar en alguna o varias de las palancas descritas. Pero la generación de mayores ingresos, a través de un aumento de la cuota de mercado, es también una opción válida y necesaria: más y mejor servicio al cliente, innovación y constante búsqueda de oportunidades de negocio adicionales permitirán hacer frente y salir fortalecidos de la difícil situación actual.

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

# Estudios y Análisis Económico, "la Caixa"

## Publicaciones

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

### ■ INFORME MENSUAL

Informe sobre la situación económica (disponible también en inglés)

### ■ ANUARIO ECONÓMICO DE ESPAÑA 2011

Disponible solo en formato electrónico en [www.laCaixa.es/estudios](http://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](http://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
  - 10/2011. La crisis del euro: causas últimas y soluciones duraderas Jordi Gual
- ### ■ ESTUDIOS ECONÓMICOS
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

Enero 2012

### CAJA DE AHORROS Y PENSIONES DE BARCELONA

#### Estudios y Análisis Económico

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

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

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

## GRUPO "la Caixa": DATOS MÁS RELEVANTES

a 31 de diciembre de 2010

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

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

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



## Informe Mensual edición iPad

*La economía desde tu sofá*

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

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

El Informe Mensual tiene 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.

