

Informe Mensual



NUEVAS REGLAS FISCALES PARA EL EURO

El caso de la deuda en Estados Unidos: ¿ejemplo de película con final feliz? Pág. 10

La apuesta por el crecimiento configura una estrategia bien diferente de la austeridad imperante en el Viejo Continente

¿Quién dijo camino de rosas? Pág. 24

La eurozona avanza hacia una mayor integración fiscal y económica para blindar su futuro

El impacto de los rescates bancarios en las cuentas públicas Pág. 44

Los Estados europeos han destinado 0,5 billones de euros a recapitalizaciones e inyecciones de liquidez

Reglas fiscales: ¿atados al mástil? Pág. 64

¿Aseguran las nuevas reglas fiscales la sostenibilidad de las cuentas públicas españolas?

Previsiones

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

	2010	2011	2012	2010		2011			
				III	IV	I	II	III	IV
ECONOMÍA INTERNACIONAL									
Previsiones									
Producto interior bruto									
Estados Unidos	3,0	1,7	2,0	3,5	3,1	2,2	1,6	1,5	1,6
Japón	4,5	-0,8	1,6	5,2	3,3	0,0	-1,7	-0,8	-0,7
Reino Unido	2,1	0,9	0,7	3,0	1,7	1,7	0,6	0,5	0,8
Zona del euro	1,8	1,5	-0,4	2,0	2,0	2,4	1,7	1,4	0,8
<i>Alemania</i>	3,6	3,0	0,5	4,0	3,8	4,6	2,9	2,6	1,8
<i>Francia</i>	1,4	1,6	0,1	1,6	1,4	2,2	1,7	1,5	0,8
Precios de consumo									
Estados Unidos	1,6	3,1	1,9	1,2	1,2	2,2	3,3	3,8	3,3
Japón	-0,7	-0,3	0,2	-1,0	-0,3	-0,5	-0,4	0,2	-0,3
Reino Unido	3,3	4,5	2,7	3,1	3,4	4,1	4,4	4,7	4,7
Zona del euro	1,6	2,7	1,6	1,7	2,0	2,5	2,8	2,7	2,9
<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	1,8	1,5	1,6	1,8	2,1	2,1	2,4
ECONOMÍA ESPAÑOLA									
Previsiones									
Agregados macroeconómicos									
Consumo de los hogares	0,7	0,0	-0,9	0,8	0,8	0,5	-0,3	0,4	-0,7
Consumo de las AAPP	0,2	-1,5	-5,5	0,2	-0,9	0,4	-1,7	-2,3	-2,3
Formación bruta de capital fijo	-6,2	-4,8	-7,2	-5,5	-5,4	-4,9	-5,5	-4,2	-4,5
<i>Maquinaria y bienes de equipo</i>	5,5	2,1	-4,7	7,5	5,8	5,8	1,6	2,5	-1,6
<i>Construcción</i>	-10,1	-7,8	-8,3	-9,5	-9,3	-9,3	-8,4	-7,4	-6,0
Demanda nacional (contr. al Δ PIB)	-1,0	-1,4	-3,2	-0,7	-0,9	-0,7	-1,7	-1,2	-1,9
Exportación de bienes y servicios	13,5	9,0	1,5	11,8	14,9	13,9	8,7	8,1	5,4
Importación de bienes y servicios	8,9	1,3	-5,9	7,0	8,0	7,1	-0,7	0,8	-2,0
Producto interior bruto	-0,1	0,7	-1,0	0,4	0,7	0,9	0,8	0,8	0,3
Otras variables									
Empleo	-2,6	-1,9	-3,6	-2,0	-1,4	-1,4	-1,1	-1,9	-3,3
Tasa de paro (% población activa)	20,1	21,6	24,1	19,8	20,3	21,3	20,9	21,5	22,9
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	-2,5	-3,6	-3,3	-6,6	-3,3	-3,1	-3,1
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	-3,9	-3,3	-2,0	-3,1	-2,6	-5,9	-2,4	-2,2	-2,6
Saldo público (% PIB)	-9,3	-8,2	-5,5	-7,9	-13,4	-5,3	-9,9	-6,1	
MERCADOS FINANCIEROS									
Previsiones									
Tipos de interés internacionales									
Fed Funds	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Repo BCE	1,0	1,2	1,0	1,0	1,0	1,0	1,2	1,5	1,3
Bonos EEUU 10 años	3,2	2,8	2,0	2,8	2,8	3,4	3,2	2,4	2,0
Bonos alemanes 10 años	2,8	2,6	2,2	2,4	2,6	3,2	3,1	2,3	2,0
Tipos de cambio									
\$/Euro	1,33	1,39	1,26	1,29	1,36	1,37	1,44	1,41	1,35

Índice

- 1 Editorial**
- 2 Resumen ejecutivo**
- 6 Coyuntura internacional**
 - 6 Estados Unidos
- 10 *El caso de la deuda en Estados Unidos: ¿ejemplo de película con final feliz?***
 - 13 Japón
 - 15 China
 - 17 Brasil
 - 18 México
 - 19 Materias primas
- 21 Unión Europea**
 - 21 Zona del euro
- 24 *¿Quién dijo camino de rosas?***
 - 27 Alemania
 - 28 Francia
 - 30 Italia
 - 31 Reino Unido
 - 32 Europa emergente
- 35 Mercados financieros**
 - 35 Mercados monetarios y de capital
- 44 *El impacto de los rescates bancarios en las cuentas públicas***
- 47 Coyuntura española**
 - 47 Actividad económica
 - 51 Mercado de trabajo
 - 55 Precios
 - 59 Sector exterior
 - 62 Sector público
- 64 *Reglas fiscales: ¿atados al mástil?***
 - 68 Ahorro y financiación

Nuevas reglas fiscales para el euro

A finales de los años cincuenta, el núcleo de lo que ahora es la Unión Europea emprendió el camino hacia la realización de un mercado común. De ahí se pasó al mercado único y en los años noventa tomó cuerpo la construcción de una Unión Económica y Monetaria: una estrecha integración económica, con énfasis en la coordinación de las políticas económicas y muy en especial de la política fiscal. El objetivo final debía ser la creación de una moneda común. La puesta en marcha del euro y la fundación del Banco Central Europeo representaron la culminación de este singular proceso de integración supranacional.

El euro funcionó normalmente durante su primera década e incluso en buena medida protegió a sus miembros de las turbulencias de la crisis de 2008-2009. Pero, al contrario de lo que algunos esperaban, no contribuyó a una mayor convergencia de las economías en términos de productividad o competitividad exterior, por ejemplo. Incluso propició la ampliación de algunos desequilibrios, como el déficit exterior o las burbujas de activos.

Pero también falló el elemento básico de la unión monetaria, tal y como se diseñó en Maastricht: la disciplina fiscal. La supervivencia de la moneda única debía contar con el respaldo de unas finanzas públicas saneadas en todos y cada uno de los países participantes en el euro. Para ello se acordó el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, una regla fiscal que debía garantizar que los déficits públicos excesivos pasaran a la historia. Los Estados miembros del euro conservaban sus competencias sobre la política fiscal, pero sus límites y responsabilidades quedaban perfectamente delimitados.

O no. En la práctica, la supuesta disciplina del Pacto se diluyó ya en 2003, y la utilidad de la regla, vista en retrospectiva, fue deficiente. En muchos países los déficits públicos estructurales persistieron, de manera que, cuando la crisis global golpeó a las economías, los déficits se dispararon hasta cotas insospechadas. El escaso margen de maniobra ganado en los tiempos de bonanza se agotó rápidamente ante la acción de los estabilizadores automáticos, la ayuda de emergencia destinada al sector bancario y los estímulos fiscales aportados para compensar la caída de la demanda agregada. La gravedad de la situación de las finanzas públicas en algunos Estados de la zona del euro se convirtió en crítica al ver cerrada la financiación de los mercados y carecer de una última instancia proveedora de liquidez. La intervención de Grecia, Irlanda y Portugal trató de evitar la suspensión de pagos y el colapso de la eurozona.

Pero resolver el problema inmediato de los países con problemas de liquidez o solvencia, con ser trascendental, no es el único dilema. La cuestión es ¿qué hay que hacer para evitar que esto vuelva a suceder? La respuesta inicial de la Unión Europea ha sido recomponer los mecanismos de coordinación económica y presupuestaria: un Pacto de Estabilidad y Crecimiento reforzado junto con medidas correctivas y preventivas más estrictas y contundentes. Además, en la cumbre de diciembre, el Consejo decidió elevar a rango de tratado las reglas fiscales, marcando a fuego el principio de estabilidad presupuestaria. Se trata de un paso importante, pero no es suficiente. Falta definir la institución o el proceso para proporcionar liquidez en última instancia dentro de la unión monetaria. El fondo de rescate actual y el que entrará en vigor este año no son suficientes, tal como están ahora planteados. Comunitarizar la deuda o ceder la función al Banco Central Europeo son opciones que levantan controversias. Un auténtico avance hacia una mayor integración fiscal exigiría un avance paralelo en la integración política, un reto que la Unión Europea debe afrontar.

RESUMEN EJECUTIVO

La crisis de la deuda soberana aboca a la zona del euro a una nueva recesión.

Estados Unidos crece moderadamente y los emergentes se desaceleran menos de lo temido.

En Estados Unidos, las políticas expansivas no se retiran del todo...

¿Los ajustes fiscales ponen en peligro el crecimiento?

La economía mundial atraviesa un momento de cierta debilidad en términos de crecimiento, que podría prolongarse hasta mediados de año. Sin embargo, los indicadores económicos de Estados Unidos apuntan a un razonable vigor de la demanda interna, Japón encara la recuperación tras el complicado 2011 y los países emergentes sufren una ralentización menos pronunciada de lo temido. La situación más delicada continúa siendo la europea. Las autoridades comunitarias no consiguen afrontar adecuadamente la crisis de la deuda soberana, que está abocando a la eurozona a una nueva recesión. Por su parte, los mercados financieros parecen apuntar en enero a una leve mejora, si bien la tónica preponderante sigue siendo la incertidumbre.

El menor vigor de la actividad en la segunda mitad de 2011 y el deterioro de las expectativas han llevado al Fondo Monetario Internacional (FMI) a recortar sus previsiones de crecimiento de 2012 respecto a las de septiembre. No para Estados Unidos, para el que mantiene la expectativa de un avance del 1,8%. En el caso de las economías emergentes, la revisión es de 0,7 puntos porcentuales, hasta el 5,4%, pero con crecimientos apreciables de China (8,2%), India (7,0%) y Brasil (3,0%). Es en la zona del euro donde la revisión es muy acusada, llegando a anticipar una recesión suave en 2012 (-0,5%). Las razones aducidas para dicho comportamiento son la subida y la persistencia de elevadas primas de riesgo en la deuda soberana, los efectos del desapalancamiento bancario sobre la economía real y el impacto de la consolidación fiscal anunciada para algunos Estados

miembros. En este sentido, Olivier Blanchard, economista jefe del FMI, ha advertido refiriéndose a Europa que «un ajuste fiscal excesivo socavaría aún más la actividad, reducirá el respaldo con que cuenta el ajuste entre los ciudadanos y minará la confianza del mercado».

El dilema entre reducir el déficit público o mantener una política mínimamente expansiva para asentar la recuperación es mucho menos acuciante en Estados Unidos. La laxitud fiscal, que en 2010 y 2011 apoyó la recuperación de la actividad, seguirá reduciendo su intensidad a causa de los niveles de deuda alcanzados. Pero la posible aprobación en febrero de la prórroga de las exenciones fiscales a las cotizaciones que pagan las empresas por sus empleados y del seguro de desempleo contribuirá a apuntalar un crecimiento todavía necesitado de ayudas. En todo caso, se estima que el crecimiento del producto interior bruto (PIB) del cuarto trimestre alcanzó el 0,7% intertrimestral, un 1,6% interanual, que dejaría el avance para el total de 2011 en el 1,7%. Esta evolución se sustenta en la mejora del mercado de trabajo, que supera las expectativas que se tenían hace tan solo dos meses. Este comportamiento ha contribuido apreciablemente al ascenso del sentimiento de los consumidores, que aportan el 71% del PIB.

En cambio, en la zona del euro la confianza de consumidores y empresarios se mantiene en niveles bajos por la elevada incertidumbre, lo que lleva a posponer las decisiones de gasto. El principal problema reside en la no resolución de la crisis de la deuda soberana de la eurozona. En enero, las negociaciones sobre el pacto fiscal lanzadas en la cumbre de diciembre pasado

han progresado lentamente. El presidente de Francia, Nicolas Sarkozy, y la canciller alemana, Angela Merkel, han afirmado estar satisfechos con los avances realizados, pero los detalles se desconocen. Por otra parte, los acreedores privados y el Gobierno griego no han alcanzado todavía un acuerdo sobre el monto de la quita de la deuda griega, aunque al parecer se han producido algunos avances.

En este ambiente de incertidumbre, la agencia de calificación crediticia Standard & Poor's (S&P) ha rebajado el *rating* de nueve países. Entre ellos, Francia y Austria han bajado un escalón, desde el máximo de AAA hasta AA+. Debido a la pérdida de la máxima calificación crediticia de varios países miembros de la eurozona, la agencia también ha procedido a reducir al nivel de AA+ el *rating* del fondo de rescate, la Facilidad Europea de Estabilización Financiera. Esta acción ha desencadenado una respuesta airada por parte del eurogrupo y del Banco Central Europeo (BCE), por considerarla arbitraria y valorarla como perjudicial para el actual esfuerzo de estabilización de las turbulencias en la eurozona.

Paradójicamente, la señalización de un incremento del perfil de riesgo en la eurozona no ha afectado a las emisiones de deuda soberana de estos países, que han colocado activos con rentabilidades inferiores a las previas al anuncio de S&P. Probablemente, la razón radica en que el mercado ya había incorporado esas decisiones en el precio de los activos financieros.

También ha facilitado las cosas la política del BCE, el actor que más está apoyando a la estabilización de la eurozona. Esta ayuda se instrumenta a través de una serie de medidas no convencionales cuyo fin es reducir las dificultades de financiación de la banca europea, y en consecuencia de la economía real. Entre las mismas destacan las líneas de liquidez ilimitada y a tipo fijo que la entidad está realizando desde el año pasado. Sobresalen las dos subastas de

liquidez aprobadas en la pasada reunión de diciembre, con vencimiento a tres años. En opinión del BCE, el resultado de la primera subasta, efectuada en los últimos días de 2011, fue un éxito de demanda del sector bancario europeo y sus efectos están contribuyendo favorablemente a las condiciones de financiación de la banca y a restaurar la confianza de los inversores. Estos resultados probablemente se verán reforzados con la siguiente inyección de liquidez a tres años, que está prevista que se lleve a cabo en febrero.

Pero la momentánea reactivación del mercado de deuda pública soberana no despeja la cuestión de fondo, que es saber si los países de la eurozona podrán consolidar sus cuentas públicas en un entorno de menor crecimiento o incluso de recesión. Es decir, existe el riesgo de que los recortes adicionales anunciados en países como Italia y España, entre otros, afecten negativamente a la actividad económica, desencadenando una espiral perversa. Para acabar de complicar la ecuación, la necesidad del sistema bancario europeo de recapitalizarse en este entorno puede mantener la restricción crediticia al sector privado durante más meses de lo deseable, dificultando la salida de la crisis. Todo ello sitúa a la zona del euro en una posición decididamente complicada que deberá ser abordada por los responsables políticos más pronto que tarde, tal vez relajando las exigencias de ajuste fiscal y de recapitalización bancaria, así como aportando medidas de estímulo de la actividad.

En este contexto, la evolución del cruce entre el dólar y el euro se ha decantado nuevamente a favor de la moneda norteamericana durante las últimas semanas. La apreciación acumulada del dólar desde el mínimo marcado en mayo de 2011 (1,482 dólares por euro) asciende a casi un 13%. La pérdida de valor del euro también se ha producido contra otras divisas. Este es el caso del tipo de cambio del euro con el yen japonés, cuyo intercambio alcanzó los 99,65 yenes por euro, siendo este el

...mientras que en la zona del euro la confianza se mantiene bajo mínimos.

El BCE facilita liquidez, favoreciendo las condiciones de financiación de la deuda soberana y de la banca.

La cuestión es si los países de la eurozona podrán eliminar el déficit público en un entorno de menor crecimiento o incluso de recesión.

La economía española se enfrenta a una nueva recesión, con el paro y el déficit público en niveles muy elevados.

El nuevo Gobierno ha adoptado medidas de restricción del gasto y de aumento de impuestos.

La moderación salarial y los avances en las reformas estructurales favorecerán la competitividad y la flexibilidad de las empresas.

valor máximo de la divisa nipona en doce años.

En cuanto a la economía española, los indicadores de actividad disponibles, relativos sobre todo a finales de 2011, confirman que la recesión está en marcha y la incógnita reside en la duración de la misma y su profundidad. El rápido deterioro de la situación económica en la segunda parte del pasado ejercicio ha llevado a una sensible corrección de las previsiones para 2012 y 2013. Tanto el FMI como el Banco de España coinciden en dibujar un escenario recesivo en 2012, aunque no tan intenso como el experimentado en 2009. Debe recordarse que en dicho año el PIB cayó un 3,7%, se estabilizó en el -0,1% en 2010 y en 2011 logró crecer el 0,7%. La gravedad de la actual recaída estriba en que se produce en un momento en que el desempleo está en máximos y el déficit público alcanza cotas excesivas, a diferencia de lo que sucedía al inicio de la recesión de 2008-2009.

Las causas de las sombrías perspectivas del actual ejercicio radican, en primer lugar, en el freno del crecimiento europeo, principal mercado de exportación de los bienes y servicios españoles. Además, la desconfianza de los mercados financieros respecto a la resolución de la crisis de la eurozona y las necesidades de saneamiento de las entidades financieras dificultan la circulación del crédito. Por último, la necesidad de corregir el excesivo déficit público comporta que los presupuestos ejerzan un efecto contractivo sobre el gasto.

En este sentido, cabe destacar que el nuevo Gobierno formado tras las elecciones de noviembre ha confirmado una significativa desviación del déficit público en 2011 respecto al objetivo fijado. Concretamente, las previsiones sitúan el déficit alrededor del 8% del PIB, mientras que el objetivo era del 6,0%. De confirmarse esta cifra, obligaría a hacer un esfuerzo mayúsculo durante 2012 si se pretende alcanzar el objetivo fija-

do por Bruselas, que es del 4,4%. El Ejecutivo ha afirmado que su compromiso con el programa de estabilización presupuestaria es total y, por lo tanto, ya ha presentado una batería de medidas. Entre estas destacan aumentos en el impuesto sobre la renta de las personas físicas y en el impuesto sobre bienes inmuebles, además de disposiciones de restricción del gasto.

Las medidas anunciadas representan un ahorro de 15.000 millones de euros. Pero para reducir el déficit desde el 8% del PIB hasta el 4,4% en 2012 la corrección debe superar los 40.000 millones de euros. Por lo tanto, en las próximas semanas y, sobre todo, en la aprobación de los presupuestos de 2012, que se prevé para marzo, deberán anunciarse nuevas medidas de calado. A no ser que las autoridades europeas entiendan que en el actual entorno recesivo emprender un ajuste fiscal intenso complica la resolución de la crisis. Incluso puede tener efectos contraproducentes, puesto que, como se ha señalado, el impacto de estas actuaciones sobre el crecimiento a corto plazo puede ser claramente negativo.

Sin embargo, cabe resaltar que a medio y largo plazo estas medidas tendrán un efecto positivo sobre el crecimiento. No solo porque una economía saneada está mejor capacitada para emprender proyectos de envergadura, sino por la mejora en la credibilidad que ello supondrá en los mercados internacionales. En esta línea se inscribe también el compromiso de moderación salarial alcanzado a finales de enero por sindicatos y empresarios. Un acuerdo que debería favorecer una mayor competitividad de las empresas y una mayor flexibilidad para adaptarse al complicado entorno actual. El Gobierno contempla también reformas estructurales de calado que se irán materializando en los próximos meses y que van también en esta línea.

26 de enero de 2012

CRONOLOGÍA

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 tratado que involucraría a los 17 de la zona euro más otros países de la UE que quieran sumarse al mismo.
30 El Gobierno aprueba un paquete de **medidas de política económica** que incluye recortes de gastos y elevaciones de impuestos.

2012

- enero** 25 Los agentes sociales firman un acuerdo de **moderación salarial** con vigencia de 2012 a 2014.

AGENDA

Febrero

- 2 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (enero).
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).
21 Comercio exterior (diciembre).
24 Precios industriales (enero).
29 Avance IPC (febrero). Balanza de pagos (diciembre).
IPC armonizado de la UE (enero).

Marzo

- 2 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (febrero).
7 Índice de producción industrial (enero).
8 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
13 IPC (febrero). Comité de Mercado Abierto de la Fed.
14 IPC armonizado de la UE (febrero).
16 Coste laboral (cuarto trimestre).
20 Comercio exterior (enero).
23 Precios industriales (febrero).
29 Avance IPC (marzo).
30 Balanza de pagos (enero).

COYUNTURA INTERNACIONAL

Estados Unidos crece un 0,7% en el cuarto trimestre.

Estados Unidos: mejor, y con un modesto 2012

La economía estadounidense consolida su recuperación y se coloca a la cabeza de las economías avanzadas. Al cierre de este Informe, el departamento de Comercio anunció que el crecimiento del producto interior bruto (PIB) del cuarto trimestre repuntó hasta el 0,7% intertrimestral, un 1,6% interanual que deja el avance para el total de 2011 en el 1,7%. Esta consolidación se sustenta en la mejora del mercado de trabajo, que supera las expectativas que se tenían hace tan solo dos meses y que ha contribuido grandemente a la mejora en el sentimiento de los consumidores, que aportan el 71,0% del PIB. Pero consolidación no quiere decir abundancia. La fuerza

del cuarto trimestre, sustentada en una baja tasa de ahorro y un ciclo alcista de existencias, debería dejar paso a un crecimiento con tintes más modestos. Así, el avance para el conjunto de 2012 difícilmente sobrepasará el 2,0%. Las causas de este bajo perfil son varias. En primer lugar, los ingresos de los hogares siguen incrementándose con parsimonia, lo que hará que el gasto de consumo vuelva al redil en el primer trimestre de 2012.

Asimismo, continuará el proceso de despalancamiento de la deuda de las familias, cuya deuda bruta se situaba en el 114,1% de la renta disponible en el tercer trimestre de 2011, por debajo del máximo de 129,9% de septiembre de 2007, pero todavía por encima del rango 90-100 en el que

ESTADOS UNIDOS: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2009	2010	2011						
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre	Diciembre
PIB real	-3,5	3,0	3,1	2,2	1,6	1,5	-	1,6	-
Ventas al por menor	-7,0	6,4	7,6	8,2	7,8	8,0	7,5	7,0	6,5
Confianza del consumidor (1)	45,2	54,5	57,0	66,9	61,8	50,3	40,9	55,2	64,5
Producción industrial	-11,2	5,3	6,2	5,4	3,8	3,7	4,4	3,8	2,9
Índice actividad manufacturera (ISM) (1)	46,3	57,3	57,9	61,1	56,4	51,0	50,8	52,7	53,9
Viviendas iniciadas	-38,4	5,6	-5,1	-5,3	-4,9	5,3	16,3	24,3	24,9
Tasa de paro (2)	9,3	9,6	9,6	9,0	9,0	9,1	8,9	8,7	8,5
Precios de consumo	-0,4	1,6	1,3	2,1	3,4	3,8	3,5	3,4	3,0
Balanza comercial (3)	-381,3	-500,0	-500,0	-520,4	-536,0	-540,5	-544,3	-553,2	...
Tipo de interés interbancario 3 meses (%)	0,7	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,5	0,6
Tipo de cambio efectivo nominal (4)	77,7	75,4	73,0	71,9	69,6	69,8	71,6	72,2	73,2

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.

se inscribe la evolución a largo plazo. Tampoco la factura del petróleo, cuyos precios se resisten a bajar, contribuirá a aliviar los presupuestos de los consumidores. En tercer lugar, la crisis de la deuda europea también será un lastre que afectará negativamente al crecimiento a través de un deterioro de la balanza comercial y las condiciones financieras. Por último, la expansión fiscal, que en 2010 y 2011 dio soporte a la actividad, seguirá reduciendo su intensidad a causa de los niveles de deuda alcanzados. En este sentido, una posible aprobación en febrero de la prórroga de las exenciones fiscales a las cotizaciones que pagan las empresas por sus empleados y del seguro de desempleo contribuiría a apuntalar un crecimiento todavía necesitado de ayudas.

Los últimos indicadores de actividad muestran cómo el repunte del consumo privado va a menos. La primera señal vino por parte de las cuentas nacionales. Los ingresos de los hogares se estancaron en noviembre al tiempo que el consumo pri-

vado avanzaba un magro 0,1% respecto a octubre. Con ello, la tasa de ahorro cayó hasta el 3,5% de la renta disponible, el nivel más bajo desde diciembre de 2007. Asimismo, la campaña navideña fue peor que la de la festividad de Acción de Gracias, con unas ventas al por menor, sin coches ni gasolina, que, en diciembre, retrocedieron un 0,1% respecto a las de noviembre. En el haber del consumo, la incipiente mejora del mercado laboral sigue alentando un sentimiento más optimista en los consumidores. Así, el índice de confianza del consumidor del Conference Board avanzó en diciembre hasta los 64,5 puntos, el máximo desde abril de 2011, muy por encima de los 40,9 de octubre, si bien es cierto que el nivel actual todavía es más propio de recesiones que de expansiones.

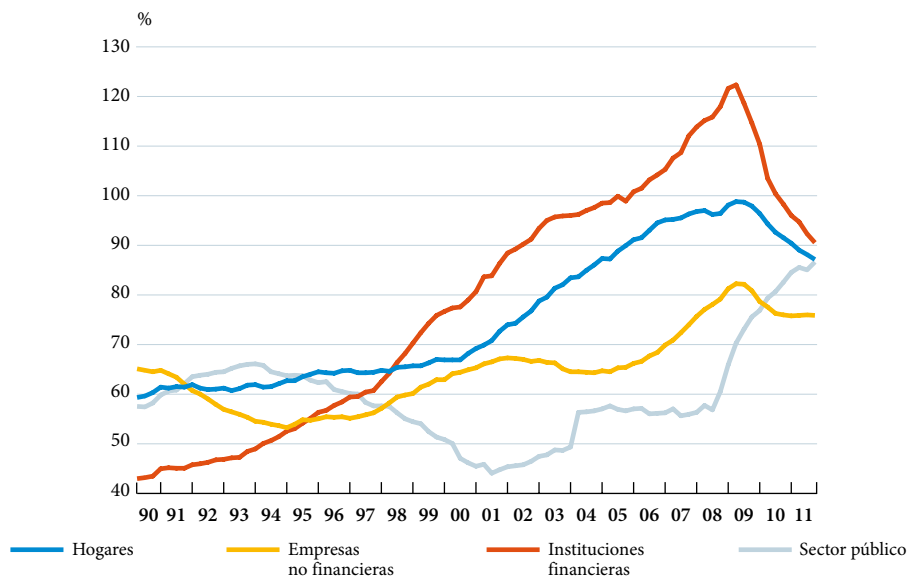
Más allá de los vaivenes del consumo privado, es en el mercado laboral donde se están dando las mejoras de mayor calado en la economía. La continuidad de la recuperación del empleo será la verdadera vara

Para 2012 los avances se moderarán por el estancamiento de los ingresos y la crisis europea.

El repunte del consumo remite, pero la confianza de los consumidores sigue mejorando.

ESTADOS UNIDOS: UN RELEVO DEL SECTOR PÚBLICO CON CONTINUIDAD INCIERTA

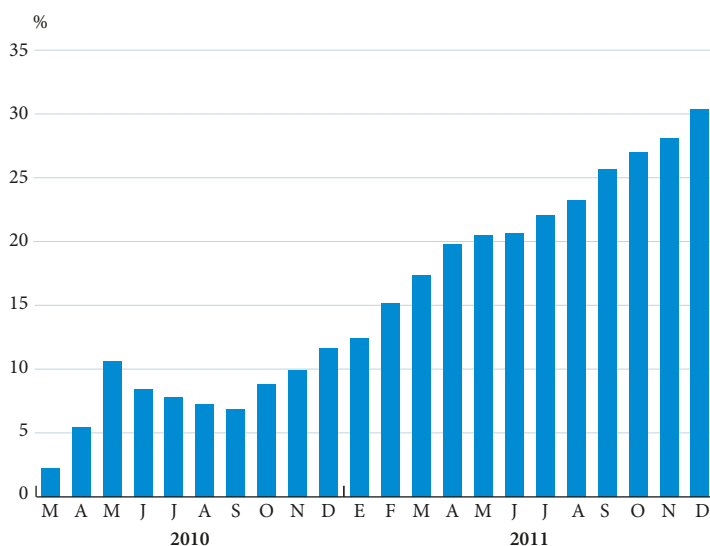
Deuda crediticia en porcentaje del PIB nominal



FUENTES: Federal Reserve y elaboración propia.

ESTADOS UNIDOS: LA RECUPERACIÓN DEL EMPLEO PERSISTE, PERO LE QUEDA UN TRECHO

Empleos netos creados acumulados desde el inicio de la recuperación (*)



NOTA: (*) En porcentaje del total de empleos perdidos durante la crisis.

FUENTES: US Census y elaboración propia.

El mercado de trabajo mejora. La tasa de desempleo baja al 8,5% y desciende el subempleo.

de medida de las fortunas de 2012. La tasa de paro volvió a bajar en diciembre para acabar el año en el 8,5%, un nivel netamente más bajo de lo que se esperaba en verano. Si bien este descenso del paro se debe en parte a un retroceso de la población activa, en 2011 se crearon 1,64 millones de empleos netos, más de dos millones desde el inicio de la recuperación. Asimismo, es significativo el rápido descenso del subempleo, es decir, los trabajadores que están trabajando involuntariamente a tiempo parcial, que pasaron de totalizar 9,1 millones en septiembre a acabar el año ligeramente por debajo de los 8 millones, el mínimo desde enero de 2009. El incremento de las horas trabajadas, que es un indicador adelantado de la reducción del subempleo, también evolucionó ligeramente al alza, apuntando a una continuidad de esta tendencia. Con todo, al mercado laboral le queda mucho trecho antes de alcanzar su plena recuperación. Los empleos creados en 22 meses de recuperación son solo un 30,3% de los 8,75 millones que se perdieron durante la crisis, mientras

que el poder adquisitivo de los salarios acabó 2011 por debajo del nivel con el que se concluyó 2010.

El clima empresarial es coherente con esta situación de crecimiento que, siendo moderado, gana en solidez. Así, los índices de sentimiento empresarial del Institute of Supply Management (ISM) de manufacturas y de servicios siguieron mejorando, pero sin alejarse en exceso de la referencia de los 50 puntos. Así, los niveles de 53,9 puntos en manufacturas y 56,2 en servicios, respectivamente, son propios de crecimientos relativamente modestos, cercanos al 2,5%. La producción industrial, que en diciembre cobró cierto empuje, está teniendo una recuperación discreta, algo más robusta que la del periodo 2002-2007 pero muy por debajo de las expansiones de los años noventa. Con perfil parecido, la utilización de la capacidad productiva siguió mejorando hasta el 78,1% lo que, empero, evidencia que todavía hay una gran cantidad de recursos ociosos.

El sentimiento empresarial es coherente con crecimientos ligeramente por encima del 2%.

La sobreoferta que todavía aqueja al mercado de la vivienda le impide recoger esta incipiente mejora del mercado laboral. El precio de los inmuebles está rozando el fondo. La relación entre el precio de la vivienda y los ingresos familiares medianos muestra una vuelta a la normalidad, lo que significa que los precios de los inmuebles pueden ser considerados razonables. Sin embargo, una cosa es estar cerca de tocar fondo y otra muy distinta, abandonar ese fondo. La sobreoferta y las condiciones crediticias impiden la recuperación. El índice Case-Shiller de viviendas de segunda mano de octubre siguió goteando a la baja, mientras que la iniciación de viviendas de diciembre, en niveles inferiores a la mitad del promedio del periodo 1995-2000, previo a la burbuja, decepcionó con un retroceso respecto a noviembre. Aun de darse una continuidad en la reducción de la tasa de paro a lo largo de 2012, que debería redundar a la larga en una reducción de la morosidad y, por ende, de la sobreoferta de viviendas, será difícil que se vean signos de mejora en el sector antes de 2013.

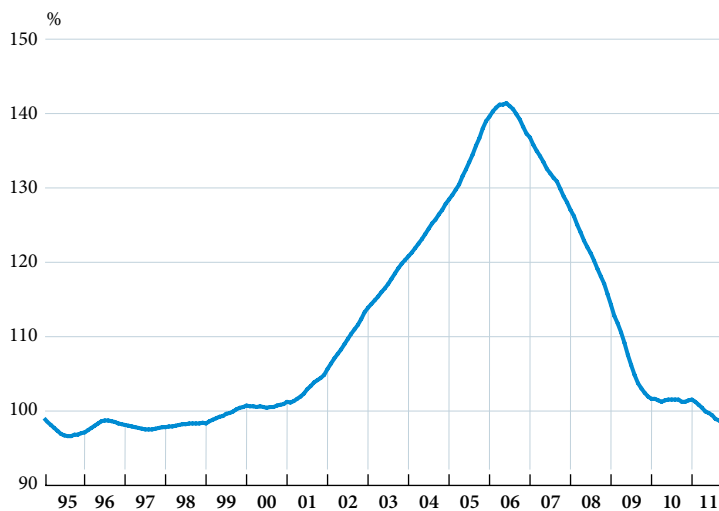
La inflación, por su parte, sigue con una suave tendencia de descenso por la persistente baja utilización de los recursos productivos. Esta tendencia debería acentuarse en los próximos meses por efectos de base en el precio del petróleo que, de mantenerse en los niveles actuales, pasará de incrementos interanuales del 28,0% y del 16,9% en noviembre y diciembre de 2011, respectivamente, a un descenso cercano al 5% en marzo de 2012. Esto debería traducirse en una moderación del avance del índice de precios al consumo (IPC). El proceso ya ha empezado, con un IPC de diciembre que subió un 3,0%, comparado con el 3,4% de noviembre. El IPC subyacente, que excluye los precios energéticos y los de alimentación, subió un continuista 2,2% interanual. Pero también aquí la tendencia es a la baja, con el agotamiento del tirón de los alquileres imputados y el final del repunte de los bienes duraderos a causa de los efectos del tsunami japonés. Todo ello deja espacio para nuevas políticas expansivas por parte de la Reserva Federal en caso de un deterioro del crecimiento de la demanda.

El precio de la vivienda tantea el fondo pero la recuperación esperará hasta 2013.

El IPC subió un 3,0%, y el subyacente un 2,2%, pero la tendencia de 2012 será de moderación.

ESTADOS UNIDOS: LA VIVIENDA VUELVE A TENER PRECIOS RAZONABLES

Precio de la vivienda de segunda mano dividido por los ingresos medianos de los hogares (*)

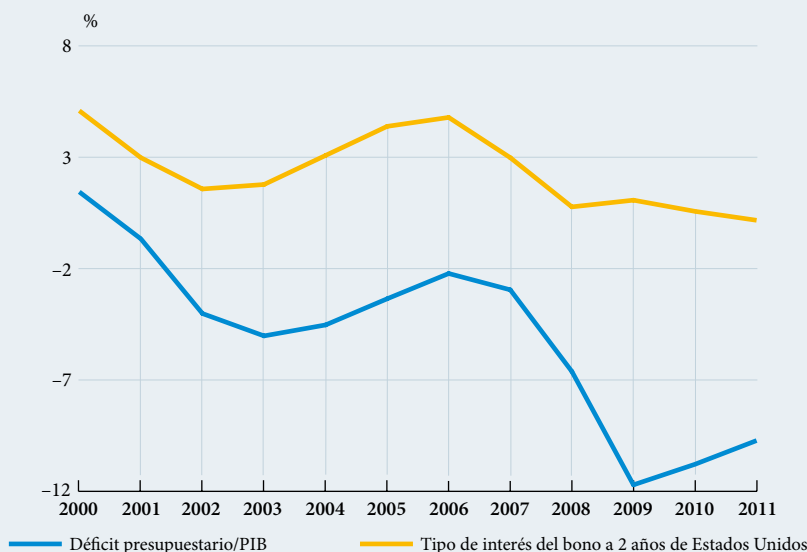


NOTA: (*) Promedio últimos 12 meses. Base 100 = promedio periodo 1980-2000.

FUENTES: National Association of Realtors, Thomson Datastream y elaboración propia.

ESTADOS UNIDOS SE HA CONVERTIDO EN UN REFUGIO ANTE LAS TURBUENCIAS FINANCIERAS

Déficits presupuestarios y tipos de interés en Estados Unidos



FUENTES: Bloomberg y Thomson Reuters Datastream.

al 83% a pesar de contar con un déficit estimado del 1,7%. Mientras, en España, el Gobierno actual justifica los programas de ajuste tras estimar el déficit de 2011 cerca del 8% y la deuda alrededor del 70% del PIB.

El libreto estadounidense busca utilizar la deuda para articular una política expansiva con la que volver a la senda del crecimiento. Este crecimiento permitiría pagar los intereses futuros de la deuda. En Europa la estrategia es la contraria, reducir el déficit y controlar la deuda, para que la economía, una vez libre de cargas, vuelva a crecer.

De momento los mercados premian la puesta en escena estadounidense, y en 2012 el consenso de analistas espera que Estados Unidos crezca cerca del 1,8%, mientras que la eurozona entrará en recesión (estiman una caída del 0,3%). Para los inversores, Estados Unidos se ha convertido en un valor refugio, ya que desde el inicio de la crisis la rentabilidad, los bonos estadounidenses, ha caído hasta mínimos históricos llegando incluso a pagar tasas negativas. Junto con la inundación de liquidez realizada por la Reserva Federal, la incertidumbre global ha actuado como un bálsamo sobre las cuentas públicas estadounidenses.

A diferencia de los países de la zona del euro cuya solvencia se está viendo cuestionada (Grecia, Portugal, Irlanda, etc.), Estados Unidos goza de credibilidad política para ajustar las cuentas públicas cuando sea necesario y, de momento, pocos dudan de su capacidad de crecimiento, basándose en su mayor dinamismo y flexibilidad. Aunque en ambos frentes su posición se está debilitando.

Por un lado, el crecimiento potencial de Estados Unidos puede haber sido dañado. Tanto el estallido de la burbuja inmobiliaria, el desapalancamiento de la economía, como el menor gasto en infraestructuras, que eventualmente deberá afrontar el país fruto precisamente de la reducción del déficit, afectarán negativamente a su capacidad de crecimiento. De hecho, la Oficina de Presupuesto del Congreso, organismo gubernamental que provee al Congreso de información presupuestaria objetiva, sitúa el crecimiento estadounidense a partir de 2016 en torno al 2,5%. Una cifra inferior a la tasa de crecimiento de los últimos 30 años, del 3,0% concretamente.

Por el otro lado, a medida que pasa el tiempo Estados Unidos acota su margen para ajustar las cuentas públicas. En 2010, una Comisión del Congreso⁽¹⁾ ya alertó que «Estados Unidos se encuentra en una senda fiscal insostenible», y recomendó iniciar un fuerte ajuste para alcanzar un déficit público del 2,3% en 2015. La Oficina de Presupuesto del Congreso estimó que, en caso de seguir con la política fiscal actual, la deuda federal (que contabiliza casi el 70% de la deuda pública estadounidense y es legislada directamente por el Congreso) alcanzaría casi el 100% del PIB en 2020 y los intereses alcanzarían el billón de dólares en ese mismo año (equivalente al 4,1% del PIB de 2020). El gráfico siguiente ilustra en amarillo (escenario alternativo) la senda que tomaría la deuda de no tomarse medidas.

Además, uno de los pilares que podría sostener la credibilidad de la política fiscal está seriamente cuestionado. Estados Unidos cuenta con un techo de deuda (cuantía máxima que puede alcanzar la deuda del Gobierno central, llamado Federal en Estados Unidos, cada año) que necesita la aprobación del Congreso para ser aumentado. Sin embargo, el techo no supone ningún límite efectivo ya que, casi siempre que ha sido necesario, se ha revisado al alza sin mayores complicaciones.

De hecho, el techo de deuda, además de estar lejos de ser un instrumento para el control de las finanzas públicas, está dificultando la definición de un plan de ajuste fiscal. Ello se puso de manifiesto en verano del pasado año, cuando fue necesario un nuevo aumento para poder refinanciar el vencimiento de la deuda. Esta vez, sin embargo, las diferencias entre demócratas y republicanos demoraron la aprobación del aumento hasta un día antes del vencimiento, alimentando así los rumores sobre su posible impago. El motivo de las diferencias: la falta de acuerdo entre los dos grandes partidos sobre el cómo y el cuándo se debe llevar a cabo el proceso de consolidación fiscal.

Las muestras de parálisis política, prácticamente inédita en Estados Unidos, justificaron la retirada de la máxima calificación crediticia, la triple A, por parte de la agencia Standard & Poor's. Además, la agencia considera que el acuerdo alcanzado entre republicanos y demócratas «es insuficiente para estabilizar la deuda a medio plazo».⁽²⁾ Concretamente, en la Ley de Control Presupuestario aprobada el verano pasado se autoriza un incremento del techo de deuda en 2,1 billones de dólares (el 14% del PIB de Estados Unidos de 2011) en 10 años. El incremento se realiza de forma paulatina y ofrece margen suficiente para no volver a aumentarlo, previsiblemente, hasta pasadas las elecciones de noviembre.

A cambio se establece una reducción del gasto corriente en 917.000 millones durante los próximos 10 años, que entraba en vigor de forma inmediata, y se creaba una comisión bipartidista, denominada «Supercomité», con el objetivo de identificar 1,5 billones adicionales de ajuste estructural también en los siguientes 10 años. La ley, además, estipulaba que si el Supercomité no llegaba a un acuerdo antes del 23 de noviembre se procedería a un ajuste automático de 1,2 billones, cuyo coste se repartiría a partes iguales entre gasto doméstico y defensa.

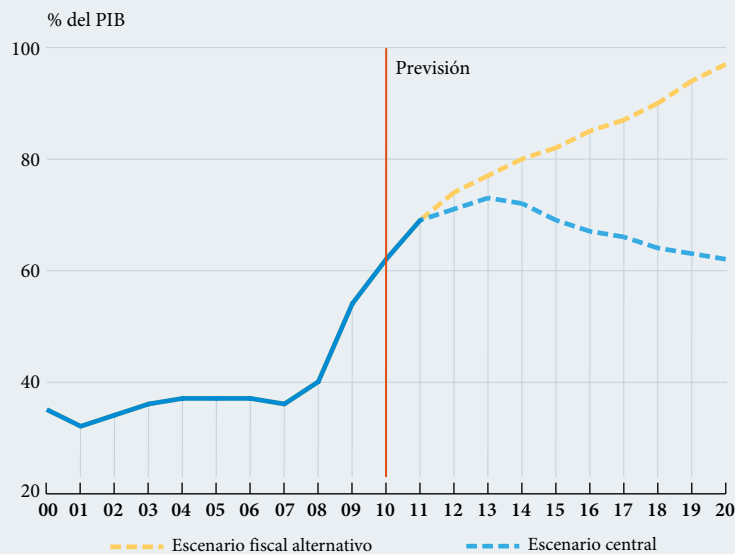
Finalmente, el Supercomité no alcanzó un acuerdo y, por tanto, los ajustes automáticos comenzarán en enero de 2013. De esta manera se pretende estabilizar la deuda y colocar a Estados Unidos en la línea azul mostrada en el gráfico siguiente (escenario central). Tanto el recorte en Defensa como en gasto doméstico no están detallados, y quedan exentos de recortes la Seguridad Social, Medicaid (sanidad para personas con bajos ingresos) y otros programas para personas de renta baja. Esta falta de concreción posiblemente dará lugar a nuevas rondas de negociaciones después de las elecciones de noviembre.

(1) Comisión Nacional de Reforma y Responsabilidad Fiscal (diciembre 2010), «El momento de la verdad».

(2) Standard & Poor's (agosto 2011), «United States of America long-term rating lowered to 'AA+' on political risks and rising debt burden; outlook negative».

EL OBJETIVO ES RECONDUCCIONAR EL CRECIMIENTO DE LA DEUDA PARA QUE SEA SOSTENIBLE

Deuda federal en manos del público



NOTA: Ambos escenarios son previsiones realizadas por la Oficina de Presupuesto del Congreso. El escenario central asume los recortes previstos en el Acta de Control Presupuestario, que establece un marco de reducción del déficit hasta 2021. El escenario fiscal alternativo incorpora numerosos cambios a la ley actual, que son ampliamente esperados o que modificarían algunas provisiones que serían difícilmente sostenibles en el largo plazo.⁽³⁾

FUENTES: Oficina de Presupuesto del Congreso y elaboración propia.

Aunque no hay ningún signo que indique que una tragedia es probable o inminente, cuanto más alta es la deuda mayor es el riesgo, así como aumenta la probabilidad de que se produzcan bajadas adicionales de *rating*. El público es voluble y la experiencia europea demuestra que cuanto más tarde se produzcan los ajustes, más dolorosos son, y que no es lo mismo realizarlos en épocas de bonanza que de incertidumbre. Estados Unidos ha optado por esperar a tiempos mejores y, de momento, parece que le va bien.

(3) Serie de supuestos establecidos por la Oficina de Presupuesto del Congreso en «Long Term Budget Outlook» (2011).

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

Japón: recuperación en peligro

A la espera de confirmar la recuperación en 2012, después del *tsunami* de marzo y la crisis nuclear de Fukushima, los últimos indicadores presentan un sesgo bajista, especialmente en la industria manufacturera y las exportaciones, los motores

tradicionales de la economía nipona. El pasado 26 de diciembre se levantó la prohibición de exportar armas, una ley que databa de 1967 y que tenía un fuerte simbolismo. El final de esta tradición permitirá a las compañías niponas participar en proyectos de alta tecnología como el del caza de combate F-35. Y es que todas las

Japón ve cómo su recuperación pierde fuerza.

JAPÓN: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2009	2010	2011						
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre	Diciembre
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	-2,2	...
Producción industrial	-21,8	16,6	6,8	-2,5	-7,0	-2,0	0,1	-4,2	...
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	-0,2	...
Tasa de paro (2)	5,1	5,1	5,0	4,7	4,6	4,4	4,5	4,5	...
Precios de consumo	-1,3	-0,7	-0,3	-0,5	-0,4	0,1	-0,2	-0,5	...
Balanza comercial (3)	4,0	7,9	7,9	6,5	3,4	1,3	0,2	-0,7	...
Tipo interbancario 3 meses (%)	0,58	0,39	0,34	0,34	0,34	0,3	0,3	0,3	0,3
Tipo de cambio efectivo nominal (4)	98,6	106,0	111,0	110,6	109,3	115,5	118,8	118,0	118,8

NOTAS: (1) Valor del índice.

(2) Porcentaje sobre población activa.

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

(4) 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.

La producción industrial retrocede, aquejada por la apreciación del yen y los costes eléctricos.

ayudas son pocas para la atezada industria manufacturera de un país donde dedicarse al «monozukuri»(hacer cosas) es un grado.

La producción industrial pierde fuerza después de haber tenido una recuperación inicialmente robusta desde los mínimos de marzo. El retroceso de noviembre respecto a octubre fue de un 2,7%, situándose un 17,5% por debajo del promedio de los cinco primeros meses de 2008, periodo previo a la crisis del comercio mundial. La apreciación del yen y el encarecimiento de los costes de electricidad, que a raíz del *tsunami* son 2,5 veces los de Corea del Sur, siguen lastrando la recuperación. El índice Tankan de sentimiento para grandes empresas manufactureras muestra una trayectoria bajista, indicando que este patrón continuará en la primera mitad de 2012.

A los males internos se suma la ralentización de la demanda global. Las exportaciones aportaron cuatro quintas partes del crecimiento del conjunto de la economía

en el tercer trimestre, pero esta contribución se verá drásticamente reducida en el cuarto trimestre de 2011 y en la primera mitad de 2012. Después de un fuerte impulso en mayo y junio, las exportaciones fueron ralentizándose hasta retroceder en octubre y noviembre. La consecuencia de ello es que el déficit comercial de los últimos 12 meses llegó a los 1,7 billones de yenes, el máximo histórico desde 1963.

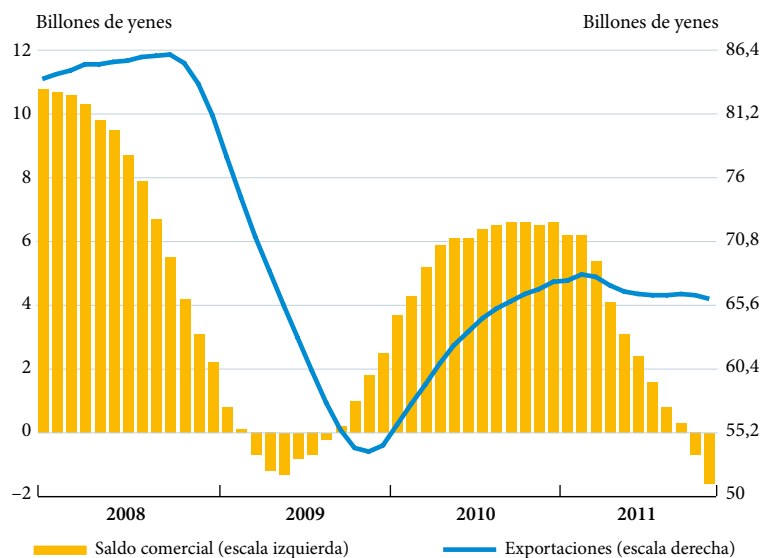
En virtud de estas dificultades del sector privado, la política fiscal para 2012 seguirá siendo expansiva. De los 90 billones de yenes de gasto presupuestados, 68,4 billones excluyendo el pago de intereses, solo 42,3 billones provendrán de los impuestos, el resto vendrá de la emisión de deuda, que engrosará un montante que supera el 200% del PIB.

En este sentido, la subida de un 5% del impuesto sobre el consumo sigue teniendo dificultades políticas en una economía que todavía sigue en deflación. El IPC retrocedió un 0,5% interanual en noviembre,

La política fiscal será expansiva, con un IPC que baja un 0,5%.

JAPÓN: LA RECUPERACIÓN DEL COMERCIO DESCARRILA

Saldo comercial y exportaciones (*)



NOTA: (*) Suma de los últimos 12 meses.

FUENTES: Ministerio de Economía, Comercio e Industria de Japón y elaboración propia.

mientras que el IPC subyacente, el general sin energía ni alimentos, bajó un 1,1%.

China: hacia el aterrizaje suave

China apuntala su aterrizaje suave con un crecimiento del 8,9% interanual en el PIB del cuarto trimestre, lo que deja el avance de la economía para el conjunto de 2011 en el 9,2%. Para 2012, este ritmo debería disminuir, quedando en un 8,4% para el conjunto del año, una tasa que, si bien es alta en comparación con el conjunto de las economías avanzadas, queda cerca del límite del 8% que, según el Gobierno chino, garantiza la estabilidad y la paz social. Es por ello que la máxima prioridad de las autoridades está en garantizar el crecimiento.

El control de la inflación, que había sido principal objetivo hasta septiembre, pasa a un segundo término. El IPC de diciembre aumentó un 4,1% interanual, práctica-

mente invariado respecto al de noviembre, lejos del 6,5% de julio. Ello no significa que las tensiones inflacionistas estén conjuradas. El precio de la mano de obra continúa aumentando a causa de los cambios sociales que operan en el país, y el IPC de alimentación, que en China pesa cerca de la mitad dentro del índice general, repuntó ligeramente hasta el 9,1%. Con todo, los datos de diciembre dejan espacio para políticas expansivas.

El escenario central es el de un aterrizaje suave que se sustenta en las fuertes tendencias de fondo de la economía china. Pero los riesgos se decantan a la baja, con un frenazo de dos de los pilares del crecimiento de los últimos años: la vivienda y las exportaciones. El sector de la vivienda, que representa un 13,0% del total de la economía, está estancado. Los precios han dejado de subir y registran descensos en zonas significativas como Whenzhou, en la dinámica provincia de Zhejiang. El suelo en construcción se ha reducido en

China se desacelera, y crece un 8,9% en el cuarto trimestre.

La inflación se modera al 4,1%, pero el precio de los alimentos sube un 9,1%.

El frenazo inmobiliario es el mayor riesgo para el escenario central de aterrizaje suave.

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	Diciembre
PIB real	9,2	10,4	9,8	9,7	9,5	9,1	-	8,9	...
Producción industrial	12,5	14,5	13,3	14,5	13,9	13,8	13,2	12,4	12,8
Producción eléctrica	6,8	14,0	6,2	12,1	12,0	10,8	9,4	7,5	9,8
Precios de consumo	-0,7	3,3	4,7	5,1	5,7	6,3	5,5	4,2	4,1
Balanza comercial (*)	196,4	184,0	184,0	176,1	173,8	171,5	161,7	153,9	157,9
Tipo de interés de referencia (**)	5,31	5,31	5,81	6,06	6,31	6,56	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	6,3

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.

El sector exterior sigue perdiendo fuerza, pero crece la importación de metales.

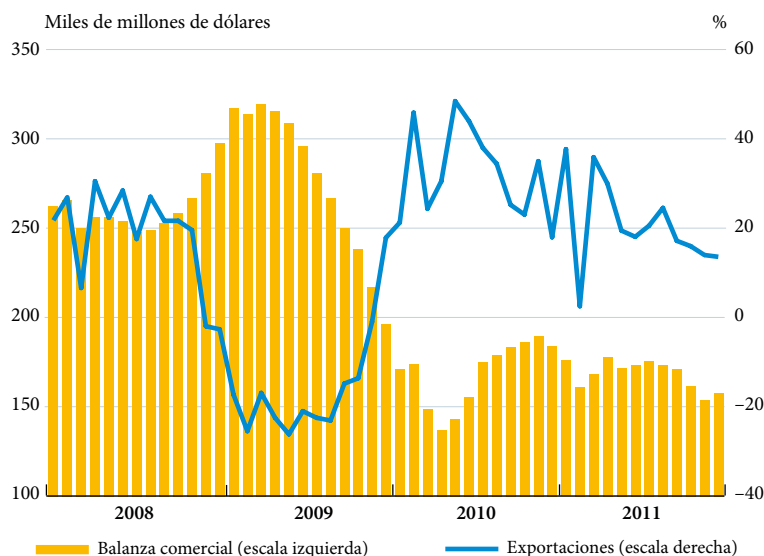
un 25% y las ventas de diciembre han bajado un 8,4% interanual, cuando en el tercer trimestre crecían un 12,9%. La parte positiva está en que la menor inflación permitirá políticas monetarias que estimulen el sector, como la rebaja del coeficiente de caja. Por otro lado, continúa el éxodo de las zonas rurales. En diciembre la población urbana superó a la rural por

primera vez en la historia china. Este movimiento también supone una fuente de demanda que debería ayudar a apuntalar el sector.

Por su parte, el sector exterior continúa a la baja. La balanza comercial de diciembre fue de 16.520 millones de dólares, algo superior al registro de noviembre, pero sin

CHINA: LAS EXPORTACIONES SE DESACELERAN Y EL SUPERÁVIT COMERCIAL SE RECUPERA

Saldo comercial (*) y variación interanual de las exportaciones



NOTA: (*) Suma de los últimos 12 meses.

FUENTES: Oficina Nacional de Estadísticas China, Economist Intelligence Unit y elaboración propia.

romper su tendencia de descensos. Las exportaciones crecieron un 13,4% interanual, un ritmo muy bajo para lo que es la economía china. En el caso de las importaciones, los aires de desaceleración son más ambiguos. Si bien el crecimiento interanual fue de un 11,2%, inscrito en la banda baja, ello se debió en parte a fuertes efectos de base. La importación de metales básicos como el cobre, que en China es un indicador de la actividad industrial, evolucionó decididamente al alza, lo que viene a dar soporte al escenario central de crecimiento por encima del 8%.

Mostrando un patrón parecido, la producción industrial de diciembre repuntó ligeramente, con un avance que llegó al 12,8%, evidenciando que existe un fondo de resistencia en la actividad del gigante asiático. Otro factor positivo fueron las ventas minoristas de bienes de consumo, que se incrementaron un 18,1% interanual en diciembre. El consumo privado, que sigue siendo el gran ausente de la ecuación del crecimiento, con un peso en la economía que apenas roza el 35%, tiene un importante potencial al alza. El problema es si su despertar será lo suficientemente rápido como para compensar el retroceso

exportador y un eventual frenazo inmobiliario.

Brasil: cerco a la ralentización

En los últimos compases de 2011, la inflación dio una bienvenida tregua a la economía brasileña y cerró el ejercicio en el 6,5%, lo justo para cumplir con el rango objetivo del $4,5\% \pm 2,0\%$. Hallando respaldo en dicho cambio de tendencia, el Comité de Política Monetaria se ciñó al guion y redujo la tasa SELIC en 50 puntos básicos a finales de enero. De este modo, el tipo de interés de referencia vuelve a situarse en el 10,50%, un nivel todavía elevado incluso comparado con el de otras economías emergentes, pero que prevemos siga reduciéndose en los próximos meses.

Dicha previsión presupone un escenario en el que el crecimiento de la economía brasileña se mantendrá en torno al 3,0%, por debajo de su potencial, en 2012 y en el que el avance de los precios seguirá convergiendo a su meta central (4,5%). Si las tensiones en Europa amainaran más rápido de lo previsto o si el ritmo de actividad económica a nivel global repuntara sus-

La producción industrial y las ventas minoristas evidencian un fondo de resistencia en el crecimiento.

En Brasil, la inflación se modera en los últimos compases de 2011 para cerrar dentro del rango objetivo.

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	Diciembre
PIB real	-0,3	7,6	5,4	4,2	3,2	2,2	-	...	-
Producción industrial	-7,3	10,5	4,2	2,5	0,6	0,1	-2,7	-2,2	...
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	5,2	...
Precios de consumo	4,9	5,0	5,6	6,1	6,6	7,1	7,0	6,6	6,5
Balanza comercial (***)	25,3	20,2	20,2	22,5	25,3	30,5	31,1	31,3	29,8
Tipo de interés SELIC (%)	9,92	10,00	10,75	11,75	12,25	12,00	11,50	11,50	11,00
Reales por dólar (*)	2,32	1,78	1,66	1,63	1,56	1,88	1,72	1,81	1,86

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.

Se espera que las políticas económicas se mantengan en tono contracíclico.

tancialmente, las perspectivas económicas en Brasil también serían más boyantes, temperando asimismo la necesidad de intensificar el tono expansivo de la política monetaria. Sin embargo, por ahora y tras el frenazo del tercer trimestre, las autoridades económicas brasileñas mantienen su disposición a utilizar todo el arsenal en sus manos para asegurar un aterrizaje suave de su economía.

Por el momento, el giro contracíclico que dieron las políticas económicas a finales de verano parece estar surtiendo efecto. Desde mediados de noviembre, los indicadores coyunturales han ido esbozando un tibio repunte del ritmo de actividad y todo apunta a que la primera economía en América Latina habría vuelto a crecer en el último trimestre de 2011. Las ventas al por menor crecieron de nuevo, dando muestra una vez más del resistente apetito de los consumidores brasileños, mientras que la producción industrial remontó un 0,3% en cifra intermensual tras tres meses de caídas.

Con todo, también vuelve a percibirse cierta moderación en la corrección de los precios. Es un dato que llama a la cautela, pues sigue existiendo el riesgo de que, si la senda de recortes del tipo de interés de referencia se prolonga en exceso, se reanuden las presiones sobre el entramado productivo y sobre los precios, comprometiendo el recurso a nuevos recortes de tipos como instrumento de política contracíclica. Dicho riesgo gana peso si tenemos en cuenta que la reciente debilidad del real tampoco ayuda al control de los precios o que la política fiscal también ha tomado un cariz expansivo en los primeros meses de 2012 –para empezar, la subida del salario mínimo en un 14% acarreo revisiones al alza tanto de las pensiones como de otros beneficios sociales indicados a dicho salario.

Por otra parte, el afán de las autoridades brasileñas por mantener el tono de la acti-

vidad económica también se palpa en su actual gestión de la política comercial. En las últimas semanas, se han multiplicado los esfuerzos para aplacar la competencia de productos extranjeros en el mercado interior al tiempo que se recrudecían las tensiones con Argentina a raíz de la intensificación de medidas proteccionistas por parte del vecino del sur. A pesar de ello, cabe encomiar la reacción de las autoridades brasileñas, evitando represalias inmediatas y dándose hasta febrero para valorar el impacto de dichas medidas sobre sus exportaciones.

En definitiva, Brasil afronta un 2012 que exigirá un firme control del timón. El puente de mando ha dejado claro que su principal objetivo es garantizar una senda de crecimiento cómoda y sin sobresaltos pero ello no quita que no podrán bajar la guardia ante los precios.

México: se aceleran los precios, se modera el crecimiento

En diciembre, la inflación subió por tercer mes consecutivo en México, cerrando 2011 en máximos anuales del 3,8%. El acelerón de precios refleja el encarecimiento de tabaco, alimentos, transporte y vestimenta pero también el impacto de la reciente depreciación del peso, que se cebó en el coste de los bienes importados pero, por el momento, no acarreo efectos de segunda ronda. Aunque esperamos que dicha tendencia persista en los primeros meses de 2012, se trata de un repunte transitorio y de naturaleza no subyacente, por lo que mantenemos nuestra previsión de que la tasa de inflación se mantendrá dentro del rango objetivo a lo largo de 2012. La brecha de producción todavía se mantendrá en terreno negativo, lo que debería impedir que la demanda interna ejerciera excesiva presión sobre los precios –de hecho, el índice subyacente de servicios, el que mejor refleja la influencia doméstica

En México, la inflación cierra 2011 en máximos anuales pero dentro del rango objetivo.

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	Diciembre
PIB real	-6,2	5,4	4,2	4,3	3,6	4,4	-	...	-
Producción industrial	-7,3	6,0	4,7	4,9	3,8	3,4	3,3	2,8	...
Confianza del consumidor (*)	80,5	86,3	89,6	92,1	90,7	93,7	90,6	89,5	90,8
Índice avanzado de actividad (*)	110,5	116,6	118,1	119,9	120,8	122,2	122,0	...	...
Tasa de paro (**)	5,5	5,4	5,3	5,1	5,2	5,7	5,0	5,0	4,5
Precios de consumo	5,0	3,9	4,2	3,5	3,3	3,4	3,2	3,5	3,8
Balanza comercial (***)	-4,7	-3,0	-3,0	-1,5	0,0	-1,5	-1,2	-1,3	...
Tipo de interés oficial de Banxico (%)	6,75	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50
Pesos mexicanos por dólar (*)	14,18	12,33	12,35	11,90	11,72	13,78	13,21	13,60	13,94

NOTAS: (*) Valor.

(**) Porcentaje sobre población activa.

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

FUENTES: Banco de México y elaboración propia.

sobre la inflación, se mantiene, por ahora, en niveles relativamente bajos.

De todos modos, el renovado vigor de la inflación y la perceptible mejoría económica en Estados Unidos temperan la tentación a dar un giro expansionista a la política monetaria. A pesar de ello, las autoridades económicas mexicanas han dejado clara su predisposición a introducir nuevos estímulos si las condiciones económicas globales se deterioran más de lo previsto, impactando negativamente las perspectivas de la economía local.

Por ahora, los indicadores coyunturales sugieren que la actividad productiva mexicana siguió expandiéndose durante el último tramo de 2011, aunque a un ritmo menor que en los trimestres anteriores. Si bien es cierto que dicha ralentización puede atribuirse, en gran medida, al menor dinamismo de la demanda externa, también empieza a percibirse cierta desaceleración en algunos componentes de la demanda interna, lo que impondría riesgos adicionales a la baja sobre nuestro escenario central en el cual la economía mexicana crecería en torno al 3,5% en 2012.

Los metales reaccionan al alza, el petróleo se mantiene

El precio del crudo se mantuvo prácticamente invariado entre el 22 de noviembre y el 23 de enero, ganando un 2,5% que lo llevó a situarse en los 110,70 dólares por barril (calidad Brent, para entregas a un mes), un 3,3% por encima del nivel de inicios de año y un 13,7% por encima del nivel de hace un año.

El precio del petróleo mantiene una evolución continuista a causa de las incertidumbres geopolíticas en la zona del estrecho de Ormuz, por la que pasa diariamente el 35% del comercio mundial, y por una demanda global que no afloja. De mantenerse los precios cerca del nivel de los 110 dólares por barril, el petróleo debería contribuir a partir de marzo de 2012 a una reducción de las tasas de inflación de la mayoría de países por efectos de base ya que, entre marzo y junio de 2011, el crudo superó varias veces la referencia de los 120 dólares por barril a causa de la crisis libia.

En el resto de materias primas se produjo un posible cambio de tendencia al alza

El repunte de los precios y la perceptible mejoría económica en Estados Unidos aplazan un eventual giro expansivo de la política monetaria.

El petróleo alcanza los 110,7 dólares en la línea marcada por la estabilidad.

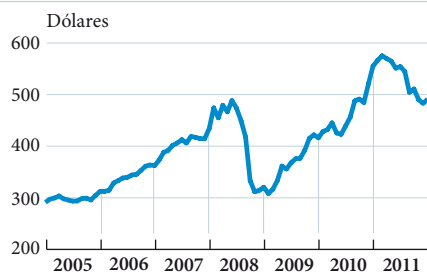
Los metales rebotan al alza, mientras que sigue la atonía en los precios alimenticios.

protagonizado por los metales, a causa de las cifras de importación de China, que es el principal comprador mundial. Así, mientras que el índice CRB ganó un 3,0% entre el 22 de diciembre y el 23 de enero, cobre, aluminio y níquel repuntaron un 10,9%, 9,9% y 8,6%, respectivamente. Los metales preciosos también siguieron por

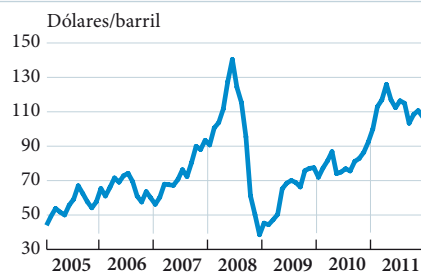
lo general la estela de los básicos, a excepción del oro, cuya subida del 4,5%, más modesta, lo llevó a un precio de 1.677 dólares por onza. Los alimentos, empero, continuaron con su evolución bajista, lo que debería dar cierto respiro a la inflación de China y de otras economías emergentes.

EVOLUCIÓN DE MATERIAS PRIMAS SELECCIONADAS (*)

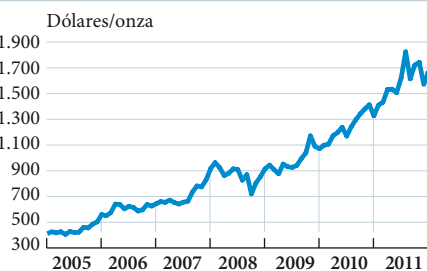
Índice CRB



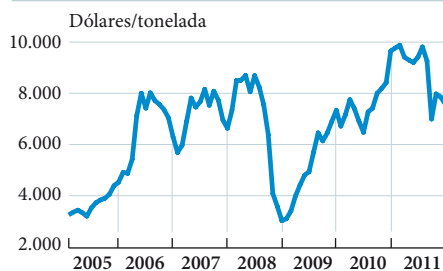
Petróleo Brent



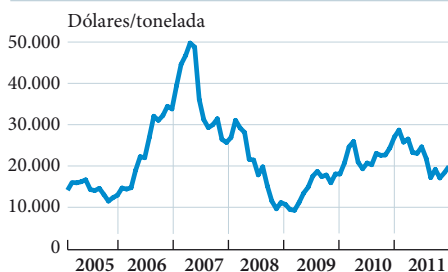
Oro



Cobre



Níquel



Trigo



NOTA: (*) Datos correspondientes al último día del mes (último dato, 23 de enero).

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

Demasiados cabos sueltos en la eurozona para reducir la incertidumbre

Las expectativas económicas en la eurozona se han deteriorado en los últimos meses. Uno de los motivos de este menoscabo proviene de la esfera política. La crisis de la deuda soberana ha puesto de manifiesto la urgencia de reformar los cimientos de la unión monetaria. Sin embargo, el largo proceso de negociación está lastrando su credibilidad. Por otro lado, los indicadores de coyuntura económica mantienen su tendencia de deterioro.

Centrándonos en el primer aspecto, los progresos en las negociaciones sobre el pacto fiscal en la eurozona están progresando lentamente. Sin embargo, el presidente de Francia, Nicolas Sarkozy, y la canciller alemana, Angela Merkel, en declaración conjunta afirmaron estar satisfechos con los avances realizados. Los detalles, de todas formas, no se conocen.

El segundo foco de negociación está centrado entre los acreedores privados y el Gobierno griego sobre el monto de la quita de deuda griega. Las últimas noticias indican que se vislumbra un acuerdo por el que finalmente se procederá a un canje de los bonos afectados por una nueva emisión de deuda pública griega. Aunque, se siguen negociando las condiciones y se desconoce el porcentaje de acreedores que podrían aceptar el canje.

Es evidente que mientras proyectos de gran calado se están negociando, como el nuevo pacto fiscal, combinado con nuevas propuestas de cambios regulatorios es difícil que pueda reducirse el nivel de incer-

tidumbre. Ello ha hecho que la agencia de *rating* de crédito S&P rebajara la calificación crediticia de nueve países. Entre ellos, se ha rebajado a Francia y Austria un grado desde AAA a AA+. Debido a la pérdida de la máxima calificación crediticia de varios países miembros de la eurozona S&P también procedió a reducir al nivel de AA+ el *rating* de la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera.

Paradójicamente, la señalización de un incremento del perfil de riesgo en la eurozona no ha afectado las emisiones de deuda soberana de estos países que han emitido con rentabilidades inferiores a las previas al anuncio de S&P. Probablemente, porque el mercado ya había incorporado en el precio de los activos financieros estas decisiones. A pesar de ello, ahora Portugal tiene un *rating* de BB por parte de S&P. Este grado en la escala crediticia se denomina grado especulativo o también bono basura. Actualmente, S&P tiene asignado un *rating* de BB a países como Costa Rica, Serbia, Guatemala y Filipinas.

Este alto nivel de incertidumbre ha afectado negativamente las expectativas económicas de los agentes económicos. Estos manifiestan su escepticismo marcando con gran prudencia sus decisiones de gasto e inversión. Efectivamente, desde el lado de la demanda, se constata un débil avance del consumo de las familias. Esta atonía se refleja con gran claridad en el dato de las ventas minoristas del mes de noviembre, que presenta una caída interanual del 2,4% y acelera la tendencia de los últimos meses, como puede apreciarse en el siguiente gráfico. Y las perspectivas a corto plazo parecen ir a peor, pues el dato de confianza de

Se deterioran las expectativas económicas en la eurozona, mientras las negociaciones políticas en la misma se alargan.

S&P rebaja la calificación crediticia de varios países miembros de la Unión Europea.

Los agentes económicos marcan con gran prudencia sus decisiones de gasto e inversión.

LOS CONSUMIDORES DESCONFÍAN DE LA SITUACIÓN ECONÓMICA

Variación interanual de las ventas minoristas excepto coches y motocicletas



FUENTE: Bloomberg.

El sector exterior registra un superávit en noviembre de 6.900 millones de euros.

los consumidores del mes de diciembre marcó un mínimo de -21,1, nivel que no se observaba desde agosto del 2009.

Por lo referente al sector exterior, la desaceleración de la demanda interna en el área del euro tiene como contrapartida una mejora del saldo de los intercambios con el exterior. Así, en noviembre de 2011 se registró un superávit de 6.900 millones de euros de la balanza comercial, frente a un déficit de 2.300 millones en el mismo mes de 2010. En términos desestacionalizados, las exportaciones crecieron el 3,9% respecto a octubre, mientras que las importaciones se estabilizaron.

Desde el punto de vista de la oferta, también se aprecia un deterioro general de las expectativas a corto plazo. La producción industrial en la eurozona del mes de noviembre se redujo un 0,1% intermensual, mientras que el crecimiento interanual descendió hasta el 0,3% negativo. En la composición del índice de producción industrial los bienes duraderos y los no duraderos presentaron ambos una reducción

intermensual del 0,8%, que no pudo ser compensada por el incremento en el epígrafe de energía (0,5%). Geográficamente, la sorpresa positiva de Francia, que presentó un crecimiento intermensual del 1,1%, no pudo compensar las caídas en Alemania (1%) y España (1%).

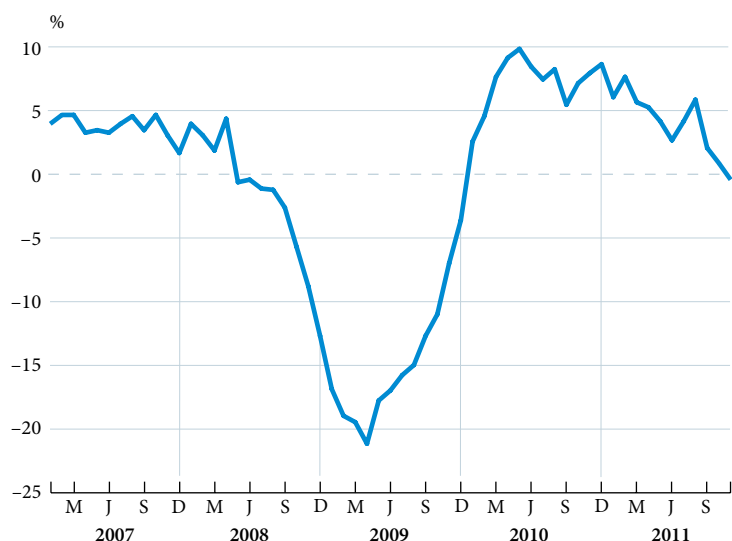
No todos los datos son malos, pues es necesario destacar que hay dos aspectos positivos en los indicadores de coyuntura económica. En primer lugar, la incertidumbre política ha depreciado el euro y esto debería tener un impacto positivo en los próximos trimestres en el comercio exterior. Si bien, por otra parte, supone un riesgo potencial de encarecimiento de las importaciones de petróleo.

Sin embargo, el último dato de inflación del mes de diciembre en la eurozona se redujo desde el 3,0% de noviembre hasta el 2,7% interanual. La debilidad de la demanda agregada que supone una pérdida de poder de fijación de precios por parte de las empresas, en combinación con la estabilidad del precio del petróleo, ha permitido la

La producción industrial mantiene su tendencia de deterioro.

FUERTE DESCENSO DE LA PRODUCCIÓN INDUSTRIAL EN LA EUROZONA

Variación interanual de la producción industrial



FUENTE: Eurostat.

reducción del índice de precios al consumo. La previsible tendencia de caída del IPC armonizado tendrá un impacto positivo, pues supondrá un menor deterioro de la renta real disponible de las familias.

Una serie de factores ha modificado la previsión de la trayectoria de crecimiento para este año en la eurozona. En primer lugar, el Banco Mundial ha rebajado el crecimiento mundial para este año desde el 3,6% al

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	Diciembre
PIB	-4,2	1,7	2,0	2,4	1,6	1,3	-	...	-
Ventas al por menor	-2,5	0,8	0,6	0,1	-0,5	-0,5	-0,6	-2,4	...
Confianza del consumidor (1)	-24,8	-14,0	-10,4	-10,6	-10,4	-15,6	-19,9	-20,4	-21,1
Producción industrial	-14,7	7,5	8,0	6,6	4,2	4,0	1,0	-0,3	...
Sentimiento económico (1)	80,7	100,9	105,7	107,4	105,7	98,8	94,8	93,8	93,3
Tasa de paro (2)	9,5	10,1	10,0	10,0	10,0	10,1	10,3	10,3	...
Precios de consumo	0,3	1,6	2,0	2,5	2,8	2,7	3,0	3,0	2,7
Balanza comercial (3)	10,7	4,6	4,6	-10,0	-16,4	-20,5	-24,1	-15,6	...
Tipo de interés euríbor 3 meses (%)	1,2	0,8	1,0	1,1	1,4	1,6	1,6	1,6	1,5
Tipo de cambio efectivo nominal del euro (4)	111,7	104,7	104,4	103,7	106,4	104,6	104,0	103,5	101,7

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.

El menor crecimiento mundial, la incertidumbre política y la situación del sistema financiero obligan a revisar a la baja el crecimiento económico.

2,4%. Esta reducción tendrá un impacto nocivo en las exportaciones europeas, pues cuatro de los ocho países que más exportan en todo el mundo son miembros de la eurozona. En segundo lugar, el deterioro adicional durante el último mes de los indicadores de coyuntura económica augura unos trimestres de crecimiento negativo.

Adicionalmente, se han generado dudas sobre si los países de la eurozona podrán consolidar sus cuentas públicas en un entorno de menor crecimiento. Es decir, existe el riesgo de que los recortes adicionales anunciados en países como Italia y España, entre otros, afecte negativamente

la actividad económica. Finalmente, la posibilidad de que la incertidumbre sobre la capacidad del sistema bancario europeo para recapitalizarse mantenga la restricción crediticia al sector privado durante más meses es muy realista.

Todos estos elementos nos impulsan a revisar seis décimas a la baja el crecimiento del producto interior bruto de la eurozona para este año desde el 0,3% hasta -0,4%. Es indudable que el deterioro de expectativas económicas en la eurozona se está traduciendo en un comportamiento más prudente de los agentes económicos en sus decisiones de consumo e inversión.

¿Quién dijo camino de rosas?

La crisis financiera internacional y su secuela en Europa, la crisis de deuda soberana, sacaron a relucir deficiencias estructurales en el entramado institucional de la eurozona que fueron obviadas durante excesivo tiempo. En concreto, la Unión Monetaria Europea (UME) carece de mecanismos efectivos para evitar la acumulación de desequilibrios fiscales excesivos –el Pacto de Estabilidad y Crecimiento se ha demostrado insuficiente para ello– o para compensar la renuncia al tipo de cambio nominal como instrumento de ajuste de los desequilibrios externos dentro de la unión. Dichas carencias se sabían existentes desde el mismo momento en que se gestó la unión, del mismo modo que se sabía que, tarde o temprano, deberían de enmendarse. Sin embargo, es muy propio de la condición humana postergar las decisiones difíciles hasta que las circunstancias las hacen inevitables; ello explica por qué las grandes confederaciones han tendido a fraguarse tras un episodio traumático y la eurozona no será la excepción.⁽¹⁾ En Europa, esa inevitabilidad llegó con la peor crisis a la que se enfrenta desde la Segunda Guerra Mundial; un escollo doloroso pero, desafortunadamente, necesario para que la eurozona dé un paso de gigante hacia su destino final: una unión con un mayor grado de integración fiscal y económica.

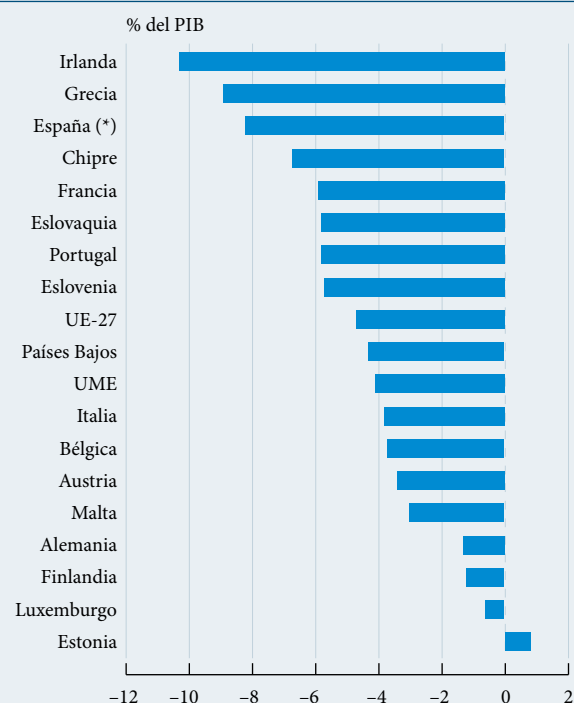
A estas alturas, pocos dudan de que el futuro de la eurozona exige más Europa, entendiéndose como tal una mayor integración fiscal, económica y, a la larga, probablemente política. Dicha exigencia no deriva simplemente de la necesidad inmediata de poner remedio a la crisis de deuda soberana, que también, sino que el objetivo es apuntalar los mismos cimientos de la UME, a todas luces incompletos para garantizar la viabilidad de la moneda única a largo plazo. El objetivo es, por lo tanto, muy ambicioso y el proceso para alcanzarlo, muy complejo: avanzar definitivamente hacia una unión fiscal requiere cambios en los tratados europeos y una reforma drástica de la gobernanza económica que por el momento siguen sin materializarse con suficiente contundencia y concreción.

Desde la quiebra de Lehman Brothers, en 2008, se han celebrado 22 cumbres del Consejo Europeo y otro sinfín de reuniones bilaterales y, si bien es cierto que, en las sucesivas cumbres, se han ido tomando medidas dirigidas a

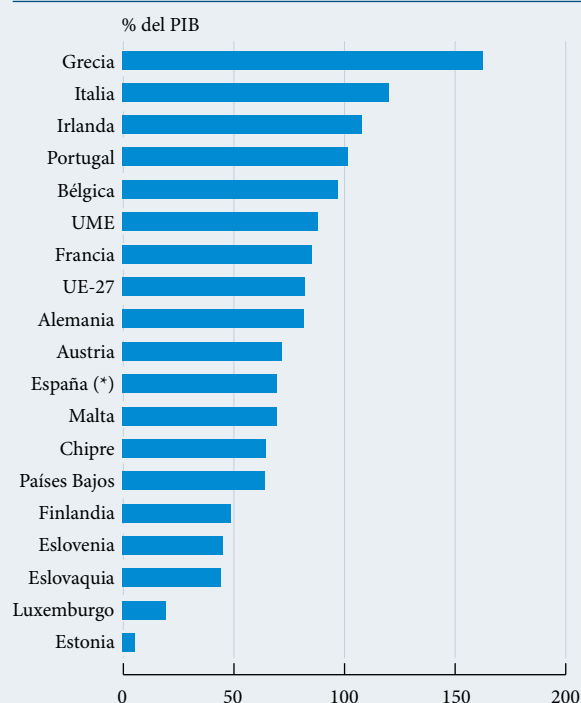
(1) Véase, por ejemplo, Bordo, M., Agnieszka, M. y L. Jonung (2011), *A Fiscal Union for The Euro: Some Lessons from History*, NBER WP. # 17380.

LA UME CARECE DE MECANISMOS EFECTIVOS PARA PREVENIR DESEQUILIBRIOS INTERNOS

Déficit/Superávit fiscal (2011)



Deuda pública (2011)



NOTA: (*) Estimaciones propias.

FUENTES: AMECO, previsiones propias para España y elaboración propia.

establecer una mayor coordinación fiscal entre los Estados miembros, también lo es que, inicialmente, fueron excesivamente timoratas. Tanto es así que, en lugar de atajar la crisis, dejaron entrever una falta de resolución y una inadecuación del entramado institucional que se llevaron por delante la confianza de los inversores y de los agentes económicos. No fue hasta el último tramo de 2011, cuando la crisis adquirió carácter sistémico y las tensiones financieras engulleron a economías no periféricas, como Francia o Austria, que se alcanzó un mayor consenso en torno a la necesidad de avanzar por esa vía y las medidas tomaron mayor envergadura.

Hasta la fecha, el paso más decidido en esa dirección se dio en diciembre. Por un lado, con un nuevo pacto fiscal de disciplina presupuestaria en el seno de la zona del euro (bautizado como *fiscal compact*); por otro, con la entrada en vigor del *6-pack* o pacto de estabilidad, que incluye una nueva directiva y 5 nuevas regulaciones, y constituye la reforma más importante de los mecanismos de gobernanza económica de la Unión Europea desde que se gestó la UME 20 años atrás. El susodicho pacto de estabilidad fue propuesto por la Comisión Europea en septiembre de 2010 y aprobado por los 27 socios de la Unión Europea y el propio Parlamento Europeo en octubre de 2011. En la práctica, establece que, desde el pasado 13 de diciembre, los países de la eurozona que estén sometidos a un procedimiento de déficit excesivo (superior al 3% del PIB) y que no cumplan con las recomendaciones específicas para corregir dicho exceso pueden ser sancionados con multas financieras casi automáticas (de hasta el 0,2% del PIB), si así lo recomienda la Comisión Europea y a no ser que una mayoría cualificada del grupo se oponga. Asimismo, refuerza el objetivo de deuda requiriendo a los países con deuda excesiva que la reduzcan progresivamente, a razón de una veintava parte cada año de la diferencia entre el nivel actual y el 60% del PIB. Por otra parte,

introduce un procedimiento de desequilibrios excesivos para prevenir divergencias en competitividad, déficits por cuenta corriente insostenibles, burbujas de activos y otros desequilibrios macroeconómicos. Dicho procedimiento derivará en recomendaciones de la Comisión a los Estados miembros que, de incumplirse, también podrán acarrear sanciones financieras (de hasta el 0,1% del PIB).

La inminencia de la entrada en vigor del *6-pack* allanó el camino para que el Consejo Europeo aprobara los principios del nuevo compromiso fiscal en su cumbre de diciembre. Las autoridades alemanas llegaron a la reunión con un objetivo: incorporar reglas fiscales a la legislación primaria de la Unión Europea y de los distintos Estados miembros que grabaran a fuego el objetivo de equilibrio presupuestario so pena de sanciones automáticas. Aunque no lograron convencer a todos sus socios europeos para modificar los tratados de la unión –el Reino Unido se opuso rotundamente–, sí consiguieron el compromiso de los Estados miembros de la UME –y el respaldo de sus socios de la Unión Europea, excluyendo el Reino Unido y la República Checa– de incorporar una «regla de oro» de equilibrio presupuestario a sus respectivas legislaciones primarias nacionales (preferiblemente en la Constitución). Dicha regla restringirá el déficit estructural del sector público al 0,5% del PIB y su incumplimiento acarreará sanciones automáticas. Asimismo, acordaron que sea el Tribunal de Justicia de la Unión Europea quien supervise la transposición de dicha regla fiscal a nivel nacional y que tanto los detalles de dicha regla como el resto de medidas acordadas en el pacto (reducción de la deuda excesiva o renuncia a la unanimidad de opinión en lo referente a la aplicación de sanciones automáticas o desembolsos del Mecanismo Europeo de Estabilidad) se sellen a través de un acuerdo intergubernamental, que ya está en proceso de redacción y que se prevé sea ratificado antes de marzo de 2012.

De este modo, el nuevo pacto fiscal refuerza lo establecido en el *6-pack*. En su conjunto, estos acuerdos sientan las bases para mayores avances hacia la integración fiscal y económica. Para empezar, da un mayor margen de confort al Banco Central Europeo para adquirir deuda pública de países periféricos. Asimismo, obligan a los países con mayores desequilibrios a una mayor disciplina y a someter sus presupuestos a la supervisión por parte de la Unión Europea. Ello ayudará, a su vez, a establecer una confianza mutua dentro de la unión, facilitando también la labor de las autoridades de los países financieramente más sólidos de convencer a su ciudadanía de que, eventualmente, un mandato más amplio del BCE y una mutualización de riesgos a través de algún tipo de bono de estabilidad servirían al interés general, puesto que aportarían una importante dosis de solidez a la moneda única.

Una emisión común de deuda soberana contribuiría, especialmente, a la estabilidad financiera y a la eficiencia económica de la eurozona. Para empezar, constituiría un poderoso instrumento para hacer frente a las dificultades de liquidez que afrontan, actualmente, algunos Estados miembros –al permitirles beneficiarse de la mayor calidad crediticia de otros socios– y minimizaría el riesgo de una pérdida repentina del acceso al mercado en el futuro. Asimismo, al originar una considerable reserva de activos seguros y líquidos, dotaría a los bancos de la zona del euro con una fuente de garantías más sólidas y facilitaría la transmisión de la política monetaria del BCE. Por otra parte, la gran dimensión, liquidez y calidad crediticia de dicho mercado de bonos se traduciría en un tipo de interés relativamente bajo, reduciendo los costes de financiación tanto del sector público como del privado en la zona del euro.

Europa eligió su destino hace años. Desde el principio, se supo que el camino hacia dicho destino sería largo, complejo y turbulento; que escalar ciertos eslabones exigiría un coste político solo asumible cuando no hubiera otra elección. Salir del agujero actual nos obligar a subir uno de esos eslabones y avanzar a paso firme hacia el próximo rellano: la Unión Fiscal Europea. La alternativa es hundirse en el abismo puesto que, a estas alturas, dar marcha atrás no es, en realidad, una opción.

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

Perspectivas de sensible desaceleración de la economía alemana en 2012

La primera estimación confirma que el PIB de Alemania creció el 3,0% el año pasado. De esta forma, la economía germanica superó el nivel máximo previo a la Gran Recesión de 2008-2009 después de dos años de recuperación. En 2011 el crecimiento provino sobre todo de la demanda interna, tanto del consumo como de la inversión. En cambio, el sector exterior, a pesar del dinamismo de las exportaciones, solo contribuyó con 0,8 puntos porcentuales a la expansión del PIB.

Sin embargo, aunque todavía no se conoce el detalle de la evolución del cuarto trimestre, se puede deducir que el PIB se contrajo unas dos décimas en relación con el tercero. Esto se explica, por una parte, por el fuerte repunte experimentado en el periodo julio-septiembre y, por otra, por el enfriamiento del sentimiento económico a consecuencia principalmente de la crisis de la deuda de la periferia de la eurozona.

No obstante, en los últimos meses se ha revertido el empeoramiento del clima empresarial, de manera que si bien probable-

mente continuará la debilidad económica en el invierno, esperamos que sea transitoria y no muy profunda. Así, situamos la previsión de crecimiento del PIB para 2012 en el 0,5%. Con todo, cabe señalar la existencia de riesgos a la baja si se recrudeciese la crisis de la deuda soberana europea, dada la importancia de los intercambios comerciales con los socios de la eurozona.

Este aumento de la actividad económica se apoyará en la política monetaria relajada y en la expansión de la economía global, y también sobre todo en el vigor del consumo privado. La confianza del consumidor mejoró en noviembre y diciembre de 2011, como se puede apreciar en el gráfico siguiente, y se consolidó en un nivel sensiblemente superior al promedio histórico. Este optimismo se basa en el aumento de la renta disponible. En efecto, en el tercer trimestre el salario real se elevó el 0,6% respecto al mismo periodo del año anterior, si bien se constata una desaceleración.

También contribuyó positivamente la favorable evolución del mercado laboral. Así, el número de ocupados alcanzó un nuevo récord en 2011 y subió el 1,3% con relación al año previo. En diciembre continuó bajando el paro en términos desesta-

Situamos la previsión de crecimiento del PIB alemán en el 0,5%, con riesgos a la baja.

El aumento de la renta disponible y la favorable marcha del mercado laboral impulsan el optimismo de los consumidores alemanes.

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

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.

El déficit público de Alemania se reduce hasta el 1% del PIB en 2011 y el Gobierno está decidido a continuar con la disciplina presupuestaria en 2012.

cionalizados y el indicador de demanda de trabajo BA-X continuó ascendiendo. De hecho, en numerosas ramas de actividad se registra un déficit de trabajadores especializados.

La tendencia descendente de la inflación en los últimos meses es otro motivo de ánimo para los consumidores. En efecto, después de haber alcanzado el 2,6% en septiembre, cerró el ejercicio en el 2,1%. En 2012 esperamos que continúe la senda hacia abajo, si los precios energéticos no dan una sorpresa negativa. En todo caso, en 2011 la productividad por ocupado siguió incrementándose, y anotó un ascenso anual del 1,6%, lo que ayudó a que la variación interanual del IPC sin los productos energéticos fuese de solo el 1,3% en diciembre.

En cuanto a la inversión, la mejora del clima económico también apunta a un cierto vigor a lo largo de 2012. Así, el índice ZEW subió fuertemente en enero, constatando un alza por segundo mes consecutivo. Por otro lado, los bajos tipos de interés deberían impulsar la inversión en construcción.

Desde el punto de vista de la oferta, después del retroceso de la producción industrial en octubre-noviembre respecto al bimestre anterior, la tendencia menguante de los pedidos industriales únicamente puede augurar una modesta evolución en los próximos meses de invierno. En cambio, la producción de la construcción se elevó el 3,1% en octubre-noviembre en relación con los dos meses precedentes. Y si bien es previsible una ralentización, se mantiene un fondo de fortaleza.

La buena marcha de la economía en 2011 facilitó que el déficit público teutón se redujese hasta el 1,0% del PIB, después de haberse situado en los dos años previos por encima del límite del 3% establecido en el Tratado de la Unión Europea. El control del déficit público también ha sido favorecido por unas rentabilidades muy bajas para la

deuda alemana, que se ha visto beneficiada por la huida hacia la calidad por parte de los inversores. En 2012 el Gobierno alemán está decidido a continuar con su política de disciplina presupuestaria.

Por otro lado, en el ejercicio actual ha empezado la gradual reforma del sistema de pensiones, que elevará la edad de jubilación en dos años, hasta los 67 años, en 2030. Esto también coadyuvará a la sostenibilidad de las finanzas públicas germánicas.

La economía francesa, en horas bajas

Después de un crecimiento intertrimestral del 0,3% en el periodo julio-septiembre, revisado a la baja en 0,1 puntos, la economía francesa probablemente experimentó una liviana contracción en el cuarto trimestre según los indicadores disponibles, que podría continuar en los primeros compases de este año. En un marco en el que el indicador de clima económico permanece sensiblemente por debajo del nivel normal y en el que subsisten problemas de competitividad, y a causa también de una cierta ralentización de la economía global, hemos rebajado nuestra previsión de crecimiento del PIB galo hasta el 0,1% para 2012. Los riesgos son mayormente a la baja, dada la notable interrelación con los países de la periferia de la eurozona, afectados a su vez por la crisis de la deuda soberana.

Desde la óptica de la demanda, el consumo flojea. La confianza de los consumidores se estabilizó en diciembre, pero en un nivel muy bajo. Este pesimismo está motivado en parte por la mala evolución del mercado laboral. Así, la tasa de paro muestra una tendencia levemente ascendente y se aproxima al 10%. Tampoco la tasa de inflación proporciona alegrías, pues en diciembre permaneció en la cota más alta del año, en el 2,5%. No obstante, es previsible que en 2012 se reoriente hacia abajo.

Rebajamos la previsión de crecimiento del PIB galo para 2012 hasta el 0,1%.

FRANCIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2009	2010	2011						
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre	Diciembre
PIB	-2,6	1,4	1,4	2,2	1,7	1,5	-	...	-
Consumo de manufacturas por los hogares	-0,4	1,7	0,9	3,5	1,1	-1,3	0,3	-1,9	...
Producción industrial	-12,6	4,6	4,3	4,7	1,9	2,9	1,7	0,9	...
Tasa de paro (*)	9,5	9,8	9,7	9,6	9,6	9,6	9,7	9,8	...
Precios de consumo	0,1	1,5	1,7	1,8	2,1	2,1	2,3	2,5	2,5
Balanza comercial (**)	-44,9	-51,5	-51,5	-59,0	-64,2	-68,3	-71,0	-70,5	...

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.

Desde el lado de la oferta, se observa similarmente una coyuntura en horas bajas. En el periodo septiembre-noviembre la producción industrial bajó el 1,0% en relación con los tres meses anteriores, de modo que registró un ascenso interanual de solo el 1,1% en relación con el mismo periodo del año anterior. Aunque en diciembre la actividad del sector secundario mejoró livianamente, las perspectivas a corto plazo no son demasiado favorables, pues los pedidos industriales bajaron el 2,3% en valor en septiembre-noviembre en relación con los tres meses precedentes.

En cuanto a los servicios, en diciembre se animaron en cierta medida. Asimismo, la actividad turística en octubre anotó un aumento interanual gracias a los visitantes franceses. No obstante, el indicador del clima económico del sector terciario en diciembre se colocaba apreciablemente por debajo de la media histórica.

En este contexto, la agencia de calificación crediticia Standard & Poor's al final de la segunda semana de enero rebajó el *rating* de la deuda soberana francesa junto con otros ocho países europeos. En el caso de Francia, el recorte solo fue de un escalón, hasta AA+. Esta medida ya había sido descontada por el mercado y la prima de riesgo de la deuda soberana francesa a largo

plazo con relación a la homóloga alemana permaneció en unos 129 puntos básicos al comienzo de la tercera semana de enero, lejos del récord de 189 puntos básicos desde el lanzamiento del euro alcanzado a mediados de noviembre. Por otro lado, las agencias Moody's y Fitch mantienen la máxima calificación para la deuda soberana francesa.

Las tensiones en los mercados financieros se están transmitiendo paulatinamente al crédito al sector privado. Así, en el cuarto trimestre, mientras que la demanda de financiación en la industria creció más vivamente que en el trimestre anterior, la financiación obtenida aumentó más moderadamente que la demanda de crédito. Asimismo, se constató la ralentización del crédito al sector privado en noviembre. El crédito a las empresas no financieras avanzó el 4,5% en los últimos doce meses, 0,9 puntos menos que en octubre, mientras que el destinado a las familias subió el 6,8%, medio punto por debajo de la tasa anterior.

En este marco, y a tres meses de las elecciones presidenciales, el Gobierno adoptó medidas urgentes para hacer frente al deterioro del mercado laboral. Así, se facilitará la reducción del tiempo de trabajo para las empresas en dificultades, se apo-

La agencia Standard & Poor's retira la máxima calificación a la deuda soberana francesa a largo plazo.

El Gobierno francés adopta medidas urgentes para hacer frente al deterioro del mercado laboral.

Italia cae en la recesión en el segundo semestre de 2011, con perspectivas de un mayor retroceso en 2012.

Yará la contratación de jóvenes por parte de microempresas y se mejorará la formación de los parados de larga duración. Además, se prepara una reforma de la formación profesional en línea con las necesidades de la economía para mejorar la competitividad.

Reajustando la economía italiana

Después de un descenso intertrimestral del PIB del 0,2% en el tercer trimestre, aunque todavía no se dispone de las cifras oficiales, probablemente se registrará una caída superior en el cuarto, con lo que la economía italiana habría entrado de nuevo en recesión sin haber recuperado el nivel previo a la gran crisis de 2008-2009. Así parecen sugerirlo los indicadores, como la caída interanual de la producción industrial del 4,1% en noviembre y del 8,1% de la construcción en octubre.

Esta evolución es producto del efecto de las medidas de política económica restrictivas que se adoptaron en el pasado año y también de la ralentización de la economía global, problemas de competitividad aparte. Así, la contribución del sector exterior al crecimiento, aunque positiva, ha sido insuficiente.

Las perspectivas para 2012, a juzgar por los indicadores adelantados y por los previsible efectos de las medidas de austeridad en marcha, con aumentos de impuestos y recortes de gastos públicos, son de continuidad de la recesión, por lo menos en los primeros trimestres, con lo que situamos la variación del PIB en el conjunto del ejercicio en el -1,5%. El paquete llamado «Cresci Italia» de reformas estructurales, que se comenta más abajo, tendrá un efecto positivo sobre la ampliación del crecimiento potencial, pero su impacto será sobre todo a medio y largo plazo.

El consumo de las familias da muestras de debilidad a causa de la pérdida de poder adquisitivo de los salarios, de la bajada de la ocupación y del aumento del paro en los últimos meses, y por el incremento de la incertidumbre. La tasa de variación de los precios de consumo finalizó con un alza interanual del 3,3% en diciembre, debido en parte a los aumentos de los impuestos indirectos. Estos proseguirán en 2012, con lo que dificultarán la reconducción de la inflación. Así que en este ejercicio preveemos que continuará la disminución del consumo de los hogares, cuyo nivel de confianza ha alcanzado la cota mínima desde, como mínimo, mediados de los años noventa. También es esperable una

Las subidas de los impuestos indirectos dificultarán la reconducción de la inflación en Italia en este año, que cerró 2011 en el 3,3%.

ITALIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2009	2010	2011						
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre	Diciembre
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	-1,3	-1,1	-1,4	...
Producción industrial	-18,6	6,4	5,7	2,3	1,5	-0,1	-3,3	-3,6	...
Tasa de paro (*)	7,8	8,4	8,3	8,2	8,1	8,1	8,5	8,6	...
Precios de consumo	0,8	1,5	1,7	2,3	2,6	2,8	3,4	3,3	3,3
Balanza comercial (**)	-5,9	-30,0	-30,0	-34,2	-34,1	-32,1	-30,6	-28,8	...

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.

reducción de la inversión en el año actual, dada la baja utilización de la capacidad productiva por una parte y la persistencia de la crisis inmobiliaria por otra.

A pesar de que el déficit del sector estatal en 2011 se redujo en 5.500 millones de euros respecto al año anterior, más de lo esperado, al final de la segunda semana de enero la agencia Standard & Poor's rebajó nuevamente el *rating* de la deuda soberana italiana hasta BBB+, mientras que Fitch lo mantenía en A+, pero con perspectivas negativas, y Moody's en A2; todas estas calificaciones con grado de inversión, a diferencia de Grecia, Portugal e Irlanda. No obstante, la prima de riesgo se colocó en unos 485 puntos básicos, sensiblemente por debajo del récord de 550 anotado en la segunda semana de noviembre.

La recuperación de la confianza y la disminución de la prima de riesgo son muy importantes para la sostenibilidad de las finanzas públicas. En este contexto, el 20 de enero el Gobierno presidido por Mario Monti aprobó un nuevo paquete de medidas, centradas esta vez en la liberalización de diferentes sectores como el energético, el transporte, el financiero y los seguros, los servicios públicos locales y los profesionales, incluyendo las farmacias y notarios. Al mismo tiempo, el paquete incluye medidas de impulso de las infraestructuras y la construcción. Además, para hacer frente a un alto desempleo juvenil, los menores de 35 años podrán constituir la nueva «sociedad simplificada de responsabilidad limitada» con un capital a partir de un euro. Asimismo, se podrán compatibilizar los dos últimos años de formación universitaria con prácticas profesionales.

Estas medidas han desencadenado una oleada de protestas por parte de los colectivos concernidos, pero el Gobierno está decidido a aplicarlas, aunque durante los dos meses de plazo para validarlas en el

Parlamento podrían modificarse en alguna medida. En cuanto a la reforma estructural del mercado laboral, el Gobierno está dialogando con los agentes sociales, pero planea sacarla adelante en el plazo de algunas semanas.

Reino Unido: el tren sigue parado en la estación

La economía del Reino Unido se asemeja a un tren parado en la estación, mientras la megafonía anuncia que un problema de interrupción de energía eléctrica impide la marcha del mismo pero que en breve se solucionará. Ciertamente, la economía británica se encuentra inmersa en medio del programa de consolidación fiscal anunciado hace dos años. El programa de austeridad fiscal implementado hasta ahora en una combinación de recortes de gasto e incremento de impuestos asciende ya a 42.000 millones de libras esterlinas. Un nivel de ajuste que representa un 2,9% del PIB del Reino Unido.

Y los últimos datos indican una ausencia de dinamismo en la actividad económica. Desde el punto de vista de la demanda las ventas al por menor languidecen con un registro en el mes de noviembre de 0,7% interanual. Mientras que las nuevas matriculaciones de coches han caído en diciembre un 3,7% interanual. Sin embargo, es necesario resaltar que la debilidad que presentan los indicadores económicos con relación al consumo, en realidad, apuntan más hacia un parón en el crecimiento económico que un inicio de desaceleración económica que desemboque en una recesión duradera. Afortunadamente, el dato de inflación del mes de diciembre se redujo desde el 4,8% hasta el 4,2% lo que es una noticia positiva para la renta neta de las familias. La desaceleración en la inflación fue liderada por los epígrafes de energía y ropa.

El decreto «Cresci Italia» impulsa la competencia y las infraestructuras para recuperar la competitividad perdida.

El Gobierno transalpino prepara la reforma laboral.

La economía en el Reino Unido languidece por la debilidad de la demanda agregada.

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	Diciembre
PIB	-4,4	2,1	1,7	1,7	0,6	0,5	-	...	-
Ventas al por menor	0,5	-0,2	-1,0	1,5	0,5	-0,3	1,2	0,7	...
Producción industrial	-9,0	1,9	2,9	1,3	-1,3	-1,4	-2,0	-3,1	...
Tasa de paro (1)	4,7	4,7	4,5	4,5	4,7	4,9	5,0	5,0	5,0
Precios de consumo	2,1	3,3	3,4	4,2	4,4	4,7	5,0	4,8	4,2
Balanza comercial (2)	-87,3	-89,4	-89,4	-98,4	-98,7	-100,8	-101,7	-101,6	...
Tipo de interés líbor 3 meses (3)	1,2	0,7	0,7	0,8	0,8	0,9	1,0	1,0	1,1
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	79,6

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.

La debilidad se refleja en la producción manufacturera y el sector de la construcción.

En términos de sector exterior, los últimos datos tampoco son alentadores. En el mes de noviembre mientras que aumentaron las importaciones, disminuyeron las exportaciones, aumentando el déficit comercial y aumentando el riesgo de que la aportación del sector exterior al crecimiento se haga más negativa.

Desde el punto de vista de la oferta, la producción manufacturera presentó una caída del 0,2% intermensual en noviembre, mientras que en términos interanuales presenta un registro de 0,6% negativo. Es la primera caída interanual desde enero de 2010. Este dato implica que muy probablemente la producción manufacturera se contrajo en el cuarto trimestre del año pasado. Y no es un dato baladí, pues este sector económico representa aproximadamente un 10% del PIB del país. El índice de gestores de compra (PMI) manufacturero de diciembre se situó en 49,6 puntos, ligeramente por debajo de los 50 puntos que es la frontera entre expansión y contracción, pero mejorando el registro del mes de noviembre de 47,7 puntos. Afortunadamente, el índice PMI del sector servicios presentó un nivel de 54 puntos en diciembre,

aumentando en 1,9 puntos el registro del mes anterior.

Con todo, el sector de la construcción sigue sufriendo la debilidad en precios de la vivienda que en función del índice que se adopte varía desde un 0,4% hasta un -1,3% interanual. Algo normal ya que las familias mantienen su actitud prudente ante la incertidumbre sobre el futuro económico en los próximos meses.

En definitiva, los pasajeros del tren están impacientes por reemprender el viaje pero parece que hasta mediados de este año no volverá el fluido eléctrico, pues los indicadores económicos avanzados indican una ausencia de crecimiento significativo durante el primer semestre.

Europa emergente: Hungría preocupa

Hungría ha centrado la atención pública en las últimas semanas. Entre el 6 de diciembre y el 5 de enero la prima de riesgo-país se disparó en 176 puntos básicos, situándose por encima de los 600 puntos, y el florín húngaro perdió un 6% de su valor respecto

Hungría sufre notables turbulencias financieras en las últimas semanas.

EL RIESGO DE SOLVENCIA DE HUNGRÍA, MAYOR QUE EL REGIONAL

Cotización del CDS del bono soberano a 3 años



NOTAS: (*) Promedio de Polonia, República Checa, Eslovaquia y Rumania.
FUENTE: Thomson Reuters Datastream.

al euro. Asimismo, la bolsa de Budapest retrocedió un 9% en dicho periodo. ¿Qué ha estado sucediendo en el país? Aunque el detonante inmediato fue la mala evolución de las negociaciones con el Fondo Monetario Internacional (FMI) y la Unión Europea (UE) respecto a una importante ayuda financiera que el Gobierno magiar solicitó en noviembre pasado, lo cierto es que los problemas del país vienen de más atrás. Como se aprecia en el gráfico siguiente, desde mayo de 2010, cuando tomó posesión el nuevo Gobierno de centro-derecha liderado por Viktor Orban, las dudas sobre la solvencia pública húngara han tendido a crecer, dinámica que se ha exacerbado desde el septiembre pasado, para intensificarse aún más en el final de 2011.

El factor esencial que explica esta posición de los inversores internacionales es la inadecuada respuesta que el Gobierno ha dado a los problemas en las finanzas públicas. Aunque es cierto que la situación heredada en materia de endeudamiento público era complicada, con una deuda

pública acumulada del orden del 80% del PIB (la mayor en Europa emergente), lo que ha generado mayor incertidumbre ha sido la percepción de que la política de ajuste presupuestario seguida era excesivamente cortoplacista y falta de directrices claras. Así, de entrada, la estrategia seguida para conseguir mejorar el saldo público en 2011 se centró primordialmente en medidas excepcionales y no recurrentes: la transferencia al sistema público de pensiones del pilar privado del sistema (que representó un ingreso atípico del orden del 8% del PIB) y la aplicación de un conjunto de tasas a determinados sectores (banca, cadenas de distribución, etc.), que generaron un montante de aproximadamente un 2% del PIB.

Aunque ello permitió ciertamente convertir un déficit público que en 2010 alcanzaba el equivalente al 4,2% del PIB en un superávit del 3,5% en 2011, la falta de actuación en términos estructurales provocará que las finanzas públicas retornen al desequilibrio en 2012. La Comisión Europea, por ejemplo, prevé un déficit del

A los inversores les preocupa no solo la situación de sus finanzas públicas...

...sino también la forma utilizada para mejorar el saldo público, excesivamente basada en medidas excepcionales.

Preocupan, asimismo, los cambios constitucionales, que pueden restringir la independencia del banco central.

3,2%. Además de sus efectos lesivos para el crecimiento a largo plazo, la forma en que se han tomado estas medidas (con una estrategia de comunicación que ha tendido a desconcertar a los actores económicos y con escasa predisposición a negociar con los colectivos afectados) ha afectado a la credibilidad del país.

Para completar un cuadro de política económica poco ortodoxo, el Gobierno decidió atacar poco acertadamente otro de sus problemas heredados, el del peso de la deuda privada denominada en divisa extranjera (que asciende al 60% del total del crédito hipotecario, por ejemplo). Así, tratando de paliar los efectos de la fuerte depreciación del florín desde 2010 (superior al 14% frente al euro), en septiembre se adoptó un plan de amortización anticipada de hipotecas en divisas extranjeras a un tipo de cambio subvencionado respecto al de mercado, siendo las entidades financieras las que asumen el quebranto.

En este contexto de merma de credibilidad de la política económica, desarrollos externos han acabado de tensionar la situación financiera. Así, el recrudecimiento de la incertidumbre financiera global asociada a la crisis de la deuda de la eurozona desde el noviembre pasado y el deterioro de la actividad económica en Hungría, vinculable a la debilidad de la zona del euro, han generado una dinámica financiera preocupante desde mediados de noviembre. Precisamente, las difíciles perspectivas de poder cubrir las fuertes necesidades de refinanciación exterior de la economía en 2012 forzaron que en dicho mes de noviembre el Gobierno se dirigiese a los organismos multilaterales buscando un préstamo de unos 15.000 a 20.000 millones de euros.

No obstante, la coincidencia de estas conversaciones con cambios constitucionales que podrían dañar la autonomía del banco central húngaro ha supuesto la suspensión de las negociaciones y un recrudecimiento de las tensiones financieras que el país sufre. Más allá de su contenido económico, otros aspectos de la nueva constitución, como por ejemplo las limitaciones a la independencia judicial o cambios en los derechos de las minorías, se han considerado potencialmente incompatibles con distintos aspectos del acervo comunitario. Todo ello ha generado distintas acciones de las instituciones de la Unión Europea.

Particularmente relevante es el informe de Comisión Europea del pasado día 11 de enero, muy crítico con los esfuerzos de ajuste fiscal llevados a cabo en 2011 y los planteados en el presupuesto de 2012. Ello significa que seguirá su curso el denominado «procedimiento de déficit excesivo» que, de no tomarse medidas correctivas por parte del Gobierno magiar, podría acabar conduciendo a sanciones económicas importantes (como la pérdida de fondos estructurales). Asimismo, el 17 de enero, la Comisión inició tres expedientes por infracción del derecho comunitario (por las cuestiones de la independencia del banco central y la judicial y la protección de datos). Aunque el escenario más probable es que Hungría, aunque con reluctancia, revertirá los aspectos más controvertidos y acabará aceptando los términos que facilitarían el crédito del FMI y la Unión Europea, más dudoso es que el sesgo heterodoxo de la política económica se corrija totalmente.

Ello aleja la concesión de un préstamo del FMI y provoca la reacción de la Comisión Europea.

MERCADOS FINANCIEROS

Mercados monetarios y de capital

Año nuevo, mismos problemas

El año comienza con la atención de los inversores puesta en los mismos temas que marcaron el compás de los mercados financieros durante el pasado ejercicio. La lista está encabezada por los ya conocidos desequilibrios fiscales de las principales economías occidentales, con especial mención a la eurozona, donde esos problemas se enmarcan en una crisis institucional de gran calado. En segundo lugar, destaca la amenaza de desaceleración del crecimiento económico de los países emergentes. En tercer lugar, el todavía débil pulso de la economía de Estados Unidos y los interrogantes que levanta su política económica en un año electoral. Afortunadamente, desde las últimas semanas de diciembre se han comenzado a percibir atisbos de un posible cambio en el escenario europeo, que podrían dar paso a una etapa de mayor estabilidad en los mercados financieros globales. De confirmarse el éxito de las medidas adoptadas por el BCE y los acuerdos sobre el pacto fiscal para la eurozona, la confianza de los inversores se recuperaría, dando nuevas opciones de revalorización a medio plazo a los activos con un perfil de mayor riesgo. Pero entre tanto, y a la espera de conocer los resultados de las distintas actuaciones de los bancos centrales mundiales y los líderes gubernamentales, el sentimiento imperante en los mercados financieros sigue registrando un elevado grado de incertidumbre y confusión.

Los bancos centrales se esfuerzan por impulsar el crecimiento económico

La ralentización del ritmo de crecimiento de la economía mundial es un hecho que se

ha venido constatando desde la segunda mitad del año pasado. La delicada coyuntura financiera por la que atraviesan las principales economías desarrolladas se combina con la progresiva ralentización de la actividad productiva de los países emergentes, así como con la menor afluencia de flujos inversores extranjeros a estas economías. Todo ello ha supuesto un freno a las expectativas de crecimiento internacional. El examen de los últimos datos muestra un escenario económico en el que, mientras la eurozona parece estar adentrándose en una etapa de recesión, en Estados Unidos el crecimiento se estabiliza en ritmos moderados, a la vez que se aprecia una suave desaceleración del crecimiento de las grandes economías emergentes. En este contexto, las autoridades monetarias están jugando un papel decisivo. La mayoría de los bancos centrales han adoptado estrategias que anteponen el crecimiento económico a la estabilidad de precios, buscando restaurar la confianza de los mercados financieros con sus actuaciones.

En el caso de Estados Unidos, la Reserva Federal (Fed) nuevamente ha decidido extender el perfil expansivo de su estrategia monetaria, a fin de apuntalar una recuperación que sigue siendo lenta. Tal como se puede observar desde el tercer trimestre del año pasado, los principales indicadores económicos están recogiendo una paulatina mejoría. En concreto, el consumo de las familias y la inversión empresarial están experimentando una progresión favorable, que proporciona cierta esperanza de sostenibilidad al proceso de recuperación económica. No obstante, como el propio presidente de la Reserva Federal, Ben Bernanke, recalca una y otra vez, la situación

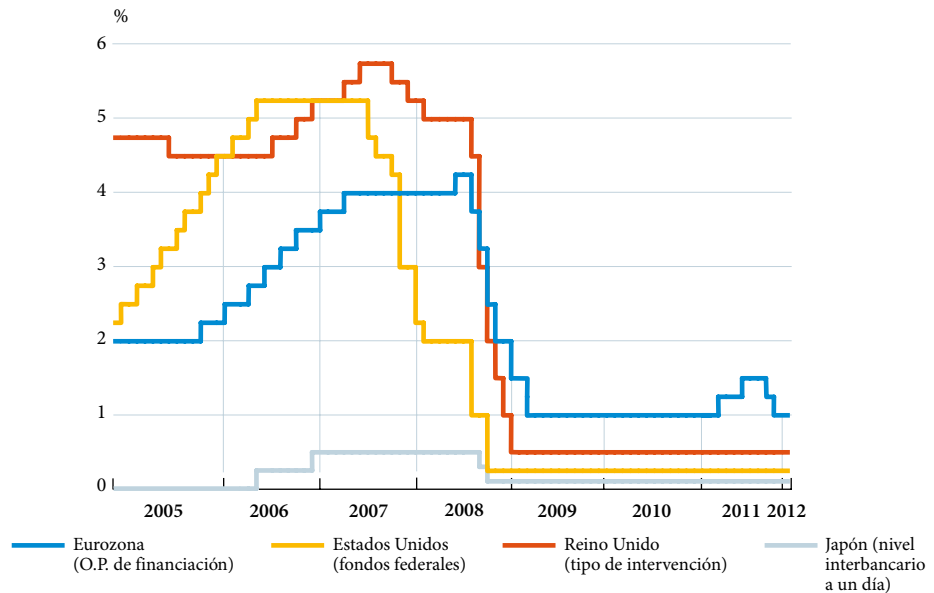
El escenario financiero mundial afronta el nuevo ejercicio pendiente de riesgos ya conocidos.

Las autoridades monetarias tratan de salvaguardar el crecimiento de sus economías.

La Fed considera que la actividad evoluciona favorablemente, aunque persisten los riesgos.

LAS POLÍTICAS MONETARIAS EXPANSIVAS DOMINAN EL ESCENARIO FINANCIERO

Tipos de interés de referencia de los bancos centrales



FUENTES: Reserva Federal y elaboración propia.

Las medidas monetarias de la Fed están teniendo el resultado perseguido sobre los tipos de interés a largo plazo.

económica todavía presenta signos de elevada vulnerabilidad, como los que se desprenden de la falta de actividad en algunos sectores productivos clave, particularmente el residencial. Asimismo, Bernanke destacó la persistencia de un elevado número de riesgos que amenazan el restablecimiento de la economía, teniendo gran parte de los mismos su origen en la crisis de deuda soberana de la eurozona. De la misma forma, el responsable monetario señaló la evolución favorable de la creación neta de empleo, que si bien muestra una tendencia alcista todavía se sitúa en niveles históricos correspondientes a situaciones económicas dominadas por la fragilidad. En base a estos datos, la Fed ha reiterado su propósito de impulsar la creación del empleo, aunque sin amenazar la estabilidad de los precios, y para ello defiende el mantenimiento de los tipos de interés en los niveles mínimos actuales (0%-0,25%) y la continuidad de las medidas monetarias de carácter excepcional. Entre estas medidas destacan la reinversión de los intereses devengados y el principal de las obligacio-

nes y cédulas hipotecarias que han vencido, así como el programa de extensión del vencimiento de los bonos públicos en el balance de la Reserva Federal. Precisamente, esta actuación conocida como *operación twist* está teniendo el efecto perseguido sobre los tipos de interés a largo plazo. En concreto, la compra de bonos de largo vencimiento por parte de la entidad, mientras vende aquellos de corto plazo, está presionando a la baja los tipos de interés logrando así aminorar el coste de financiación del sector privado (en especial las hipotecas). Aunque las autoridades de la Fed no se han manifestado firmemente sobre la posibilidad de implantar un nuevo paquete de medidas cuantitativas (que sería la tercera ronda de *quantitative easing*), la entidad se esfuerza en hacer hincapié en su total flexibilidad para adoptar decisiones que faciliten el crecimiento sostenido de la economía.

Por su parte, en la eurozona el Banco Central Europeo (BCE) mantuvo el tipo de interés rector en el 1% en su reunión de ene-

ro. Según el presidente de la entidad, Mario Draghi, esta decisión fue tomada en base a los datos obtenidos de algunos sondeos que han comenzado a mostrar ciertos signos de estabilización de la actividad en la región. No obstante, esta evidencia es tenue y se enmarca en un contexto de elevada incertidumbre, donde los riesgos a la baja para la economía siguen siendo muy elevados. Estos riesgos responden a una doble naturaleza. De una parte están los riesgos financieros derivados del agravamiento de las tensiones en los mercados de crédito de la eurozona. Y de otra los económicos, estrechamente vinculados a la desaceleración del crecimiento de la economía global y a los desequilibrios estructurales (necesidad de ajuste fiscal). Sin embargo, aunque es cierto que los riesgos sobre el crecimiento y la inflación del conjunto del área presentan un marcado sesgo bajista, la posibilidad de nuevos recortes de los tipos de interés oficiales por parte del banco central podría toparse con el relativo buen tono de la economía alemana.

Adicionalmente, el BCE se apoya en una serie de medidas no convencionales cuyo fin es reducir las dificultades de financiación de la banca europea, y en consecuencia de la economía real. Entre estas medidas destacan las líneas de liquidez ilimitadas y a tipo fijo que la entidad está realizando desde el año pasado. Las que más sobresalen son las dos subastas de liquidez, aprobadas en la pasada reunión de diciembre, con vencimiento a tres años. En opinión del BCE, el resultado de la primera subasta, efectuada en los últimos días de 2011, fue un éxito de demanda del sector bancario europeo y sus efectos están contribuyendo favorablemente a las condiciones de financiación de la banca y a restaurar la confianza de los inversores. Estos resultados probablemente se verán reforzados con la siguiente inyección de liquidez a tres años, que está prevista que se lleve a cabo en febrero.

En términos de la involucración directa del BCE en la estabilización y resolución de la crisis soberana de la eurozona, la entidad mantiene firme su compromiso de asegurar un funcionamiento ordenado de los mercados de deuda, restableciendo con ello la confianza de los inversores. Para llevar a cabo esta labor, el BCE ha seguido recurriendo a la compra de bonos de los países de la eurozona en dificultades. Hasta la fecha, el importe total de las compras efectuadas asciende a 217.000 millones de euros, habiéndose acelerado el ritmo de las mismas en los últimos meses ante el aumento de las tensiones crediticias en torno a Italia y España.

En lo relativo al escenario monetario de los países emergentes, destaca el giro que la mayoría de las autoridades competentes han comenzado a dar a sus políticas monetarias. La paulatina ralentización de los indicadores de actividad globales, iniciada en verano, ha provocado serios desajustes entre la evolución de la economía real y el tono restrictivo que tenían sus políticas monetarias. Ante esta circunstancia y bajo el objetivo de intentar evitar la desaceleración abrupta de las tasas de crecimiento real, los bancos centrales de estas economías han decidido cambiar el sentido de sus políticas hacia un perfil menos restrictivo. Así por ejemplo, en enero, y siguiendo con la secuencia de bajadas de tipos iniciada en agosto de 2011, el Banco Central de Brasil aprobó un nuevo recorte de los tipos de interés de referencia hasta el 10,50. También han aplicado medidas de relajamiento China y la India, entre otros.

En este entorno, los tipos de interés de los mercados interbancarios han seguido recogiendo, en forma de fluctuaciones, las variaciones en el escenario financiero y monetario a ambos lados del Atlántico. En enero, los movimientos de los tipos han sido a la baja. Así, en Estados Unidos el tipo de interés líbor en dólares interrump-

El BCE afirma que se observan algunos signos de estabilización económica en la eurozona.

La subasta de liquidez a tres años relaja las condiciones de financiación de la banca europea.

Los bancos centrales de los países emergentes intentan evitar que sus economías se desaceleren abruptamente.

TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO EN LOS MERCADOS NACIONALES

En porcentaje anual

	Zona del euro			Estados Unidos		Japón	Reino Unido		Suiza
	Subastas BCE (2)	Euríbor (5)		Nivel objetivo de Reserva Federal (3)	Tres meses (5)	Tres meses (5)	Tipo de intervención Banco de Inglaterra (4)	Tres meses (5)	Tres meses (5)
		Tres meses	Un año						
2011									
Enero	1,00	1,07	1,64	0,25	0,30	0,19	0,50	0,78	0,26
Febrero	1,00	1,09	1,77	0,25	0,31	0,19	0,50	0,80	0,10
Marzo	1,00	1,24	2,00	0,25	0,30	0,20	0,50	0,82	0,28
Abril	1,25	1,35	2,12	0,25	0,27	0,20	0,50	0,82	0,24
Mayo	1,25	1,43	2,14	0,25	0,25	0,20	0,50	0,83	0,26
Junio	1,25	1,55	2,16	0,25	0,25	0,20	0,50	0,83	0,28
Julio	1,50	1,61	2,18	0,25	0,26	0,20	0,50	0,83	0,24
Agosto	1,50	1,54	2,09	0,25	0,33	0,19	0,50	0,89	0,10
Septiembre	1,50	1,55	2,08	0,25	0,37	0,19	0,50	0,95	0,15
Octubre	1,50	1,59	2,12	0,25	0,43	0,20	0,50	0,99	0,57
Noviembre	1,25	1,48	2,04	0,25	0,52	0,20	0,50	1,03	1,00
Diciembre	1,00	1,36	1,95	0,25	0,58	0,20	0,50	1,08	0,92
2012									
Enero (1)	1,00	1,18	1,80	0,25	0,56	0,20	0,50	1,09	0,62

NOTAS: (1) Día 23.

(2) Tipo de interés marginal. Últimas fechas de variación del tipo mínimo: 2-04-09 (1,25%), 7-05-09 (1,00%), 7-04-11 (1,25%), 7-07-11 (1,50%), 3-11-11 (1,25%), 8-12-11 (1,00%).

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

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

(5) Tipo de interés interbancario.

FUENTES: Bancos centrales nacionales, Bloomberg y elaboración propia.

El euríbor desciende ante el aumento de liquidez en el sistema financiero europeo.

pió la tendencia alcista iniciada en verano, gracias a la tentativa relajación de la incertidumbre en el entorno financiero europeo. Mientras que, por su parte, el tipo de interés euríbor acumuló nuevos descensos en todos los vencimientos. Al efecto de la rebaja del tipo de interés rector del BCE en diciembre, se sumó el impacto de la cuantiosa subasta de liquidez realizada por la autoridad europea con vencimiento a tres años, lo que redujo significativamente las tensiones en este mercado.

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

La estabilidad domina los mercados de deuda pública

Siguiendo con la tónica de los últimos meses, la tasa interna de rentabilidad (TIR o

yield) de la deuda pública de las principales economías –Estados Unidos y Alemania– ha evolucionado de manera estable, permaneciendo por tanto en torno a los niveles mínimos históricos. Este comportamiento del mercado de deuda es resultado de la actitud mostrada por los inversores ante el escenario de elevada incertidumbre que todavía se percibe en la eurozona, que alimenta la demanda de activos de bajo riesgo en detrimento de otras opciones más arriesgadas. En el caso de Estados Unidos, esta circunstancia se puede apreciar en la evolución de la rentabilidad del bono a 10 años. Por tercer mes consecutivo su *yield* se ha situado por debajo del 2%, a lo que contribuyen varios aspectos. Adicionalmente a la mencionada situación financiera inestable de la euro-

zona, se añade la presencia abrumadora de la Fed en los mercados secundarios de deuda (comprando bonos a través de la *operación twist*), así como la percepción de que este año electoral las instancias políticas están obligadas a abordar el ajuste presupuestario de medio y largo plazo.

En el caso de la eurozona, el comportamiento de la deuda alemana ha sido similar al experimentado por la de Estados Unidos, aunque con algunos matices. Las rentabilidades de los vencimientos a 2 y 10 años (0,21% y 1,86% respectivamente) han seguido a la baja en el contexto de la abundante liquidez inyectada por el BCE, y ante la rebaja de *rating* sufrida por varios países de la región; en concreto, el recorte de la calificación crediticia que la agencia Standard & Poor's realizó a varias economías, destacando entre ellas Francia, Italia y España. Aunque esta actuación estaba en parte descontada por los inversores, el cambio de valoración ha reforzado el liderazgo de la deuda alemana como el activo

europeo de mejor calidad. Como muestra de esta circunstancia, el bono alemán a 1 año por primera vez en su historia ofreció tipos de interés negativos durante varias sesiones.

En el ámbito de los países negativamente afectados por la crisis de deuda soberana, el sentimiento de los inversores se encuentra dividido. De una parte, los avances sobre la creación de un pacto fiscal para la eurozona, la promesa de actuación rigurosa por los nuevos gobiernos de Italia y España, y el satisfactorio resultado de la gran subasta de liquidez (LTRO) del BCE son factores que han contribuido de manera favorable sobre el ánimo de muchos inversores. La relativa mejora del entorno de incertidumbre ha permitido que las primas de riesgo de Italia y España se hayan relajado, suscitando adicionalmente la continuidad del éxito de las recientes subastas de deuda a largo plazo realizadas por ambos países. Pero en el lado opuesto, las incesantes dudas sobre la capacidad de

Los inversores encumbran a la deuda germana como el activo europeo más seguro.

Los avances en el seno de la eurozona están facilitando las nuevas emisiones de bonos de los países del sur de Europa.

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
2011								
Enero	3,16	3,53	5,37	4,72	3,37	1,22	3,66	1,87
Febrero	3,17	3,55	5,39	4,84	3,43	1,26	3,60	1,90
Marzo	3,35	3,71	5,30	4,82	3,47	1,26	3,69	1,96
Abril	3,31	3,64	5,47	4,74	3,41	1,24	3,58	2,06
Mayo	3,02	3,39	5,36	4,78	3,06	1,17	3,29	1,82
Junio	3,03	3,41	5,45	4,88	3,16	1,14	3,38	1,73
Julio	2,54	3,23	6,08	5,87	2,80	1,08	2,86	1,36
Agosto	2,15	2,83	5,04	5,13	2,18	1,02	2,50	1,08
Septiembre	1,89	2,60	5,14	5,54	1,92	1,03	2,43	0,94
Octubre	2,03	3,10	5,54	6,09	2,11	1,05	2,44	1,00
Noviembre	2,26	3,68	6,69	7,25	2,00	1,06	2,29	0,89
Diciembre	1,83	3,15	5,09	7,11	1,88	0,99	1,98	0,66
2012								
Enero (*)	1,90	3,07	5,47	6,20	2,00	1,00	2,10	0,78

NOTA: (*) Día 23.

FUENTE: Bloomberg.

Diversos factores están debilitando el tipo de cambio del euro contra el resto de divisas.

Grecia de hacer frente a los compromisos con sus acreedores y la declarada incapacidad de Portugal de poder alcanzar sus objetivos en materia de déficit fiscal han alimentado nuevamente el escepticismo de otro amplio grupo de inversores. Como resultado, las primas de riesgo de estos dos países se han ampliado.

El tipo de cambio del euro sigue cediendo posiciones

Una de las consecuencias del escenario económico y financiero de los últimos meses es el elevado grado de volatilidad que se aprecia en los mercados de divisas. Si bien el rango de las fluctuaciones en el corto plazo tiende a aminorarse, existen varios factores que apuntan a que esta tendencia podría mantenerse durante la primera parte de 2012. Entre estos aspectos

destacarían las secuelas de la crisis de la eurozona, la agresividad de las medidas monetarias de algunos bancos centrales y la irregularidad de los datos macroeconómicos entre los distintos países y regiones. Precisamente la conjunción simultánea de estos elementos ha contribuido a que la evolución del cruce entre el dólar y el euro se haya decantado nuevamente a favor de la moneda norteamericana durante las últimas semanas. La apreciación acumulada del dólar desde el mínimo marcado en mayo de 2011 (1,482 dólares por euro) asciende a casi un 13%.

La pérdida de valor del euro también se ha producido contra otras divisas. Este es el caso del tipo de cambio del euro con el yen japonés, cuyo intercambio alcanzó los 99,65 yenes por euro, siendo este el valor máximo de la divisa nipona en doce años.

TIPOS DE CAMBIO DE LAS PRINCIPALES MONEDAS

23-01-12

	Tipo de cambio	% variación (*)		
		Mensual	s/diciembre 2011	Anual
Frente al dólar de EEUU				
Yen japonés	76,9	-1,5	0,0	-7,3
Libra esterlina	0,642	-0,1	0,2	-2,7
Franco suizo	0,929	-0,8	-1,0	-2,2
Dólar canadiense	1,009	-1,1	-1,2	1,6
Peso mexicano	13,133	-5,4	-6,1	8,2
Frente al euro				
Dólar de EEUU	1,300	0,4	-0,3	4,7
Yen japonés	100,0	-1,9	0,3	-12,6
Franco suizo	1,207	-1,2	-0,8	-7,2
Libra esterlina	0,835	-0,3	0,2	-2,2
Corona sueca	8,782	-2,2	-1,6	-2,2
Corona danesa	7,436	0,0	0,0	-0,2
Zloty polaco	4,296	-3,4	-4,0	9,8
Corona checa	25,43	-1,3	-0,6	4,8
Forint húngaro	302,6	-1,6	-4,1	9,2

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

FUENTE: Bloomberg.

La rueda del crédito se reactiva

Con el comienzo del año, la dinámica de los mercados de crédito ha recuperado parte del ritmo que había perdido en la recta final de 2011 de resultados del aumento de las tensiones en torno a la crisis soberana europea. La ingente subasta de liquidez del BCE a tipo de interés fijo a tres años y los acuerdos fiscales pactados en la Cumbre europea del 9 de diciembre supusieron un punto de inflexión en la evolución de las primas de riesgo de los países grandes de la periferia de la eurozona (Italia y España). Esta situación ha permitido que los tipos de interés de los principales emisores soberanos se hayan mantenido a la baja durante el mes de enero, circunstancia que se ha trasladado también al resto de los sectores de la renta fija privada. La reducción de los *spreads* ha sido relativamente significativa, tanto en el tramo de deuda de alta calidad (*investment grade*) como en la de elevado riesgo (*high yield*). Factores técnicos relacionados con la recomposición de carteras han incidido favorablemente en la cotización de los bonos

corporativos de elevada calidad. La rebaja de *rating* que han experimentado diversos emisores soberanos no ha hecho sino reducir la oferta de papel de máxima calidad. Igualmente, la expansión del balance de los bancos centrales ha supuesto una reducción del papel disponible para los inversores institucionales. Así mismo, esta circunstancia ha generado que muchos de esos inversores hayan optado por desplazar sus fondos hacia otras emisiones de mayor rentabilidad y mayor riesgo, como es el caso del *high yield*.

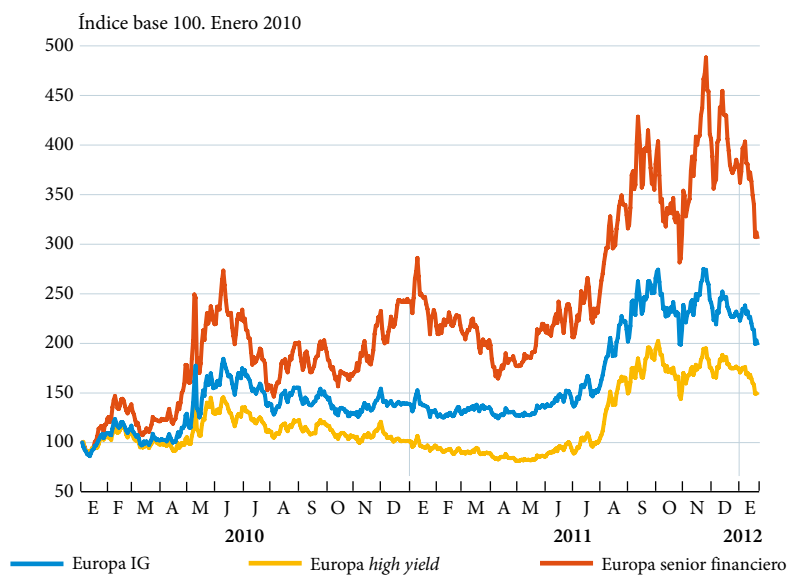
Desde el punto de vista sectorial, la gran beneficiada ante la incipiente situación es la deuda privada del sector bancario europeo. Después de que el sector haya sido penalizado durante los dos últimos años con un intenso incremento de sus primas de riesgo, las facilidades de liquidez proporcionadas por el BCE, la relativa mejora de las perspectivas sobre la crisis y los esfuerzos de las entidades financieras por reforzar su solvencia han propiciado el incremento de las emisiones de deuda *senior* y de *covered bonds* (cédulas hipotecarias)

La relativa mejora de perspectivas en la crisis de la eurozona reactiva los mercados de crédito corporativo.

Los mercados emergentes de renta privada siguen ofreciendo rentabilidades atractivas.

EVOLUCIÓN DE LAS PRIMAS DE RIESGO DE LA RENTA CORPORATIVA EUROPEA

Spreads de crédito. Índices iTraxx Europa



FUENTE: Bloomberg.

Las bolsas mundiales han comenzado el año con ganancias.

Los resultados empresariales de Estados Unidos están dando soporte a los principales índices bursátiles.

por parte de las entidades de los países del núcleo central de la eurozona.

Por su parte, los mercados emergentes de renta corporativa privada han mantenido un elevado nivel de actividad, a pesar de la incertidumbre en torno a Europa. La gestión eficiente por parte de las autoridades monetarias para evitar una abrupta desaceleración económica, así como la mejora de la calificación crediticia de la deuda pública y privada de algunas de esas economías, están beneficiando la afluencia de flujos de capital extranjero, y con ello el aumento de las emisiones de bonos corporativos.

Nuevos estímulos para la renta variable

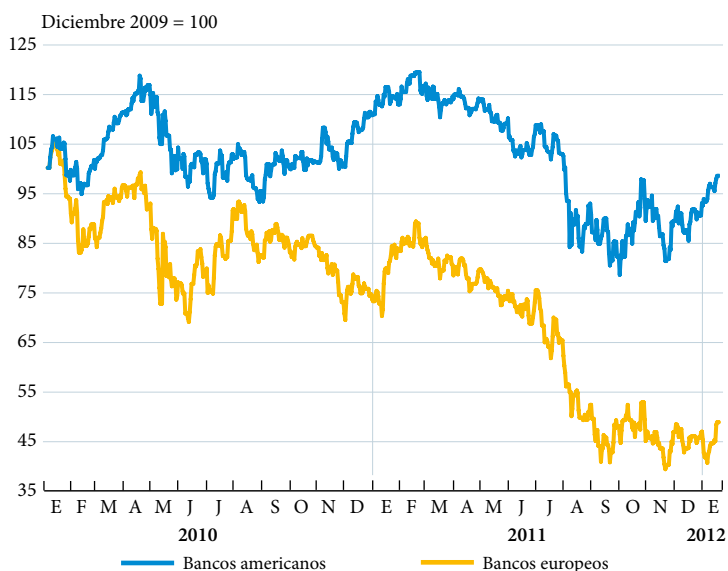
El ejercicio bursátil se ha inaugurado con ganancias en la mayoría de los parques internacionales. La relativa mejora de los riesgos de contagio sistémico de la crisis europea, los datos económicos favorables sobre el crecimiento en Estados Unidos y la acompasada expansión de la política

monetaria en los países en vías de desarrollo han sido los principales aspectos que han primado sobre los ánimos de los inversores durante el mes de enero. Si bien es cierto que los indicadores de sentimiento del inversor en estos mercados, así como los flujos de capitales hacia los activos de renta variable, todavía se encuentran en niveles propios de situaciones de elevada inestabilidad económica y financiera, sí se puede afirmar que desde las últimas semanas de diciembre se aprecia una relativa reducción de la aversión al riesgo.

Pero adicionalmente a estos factores de gran relevancia para la evolución de los mercados de acciones, desde el punto de vista sectorial y empresarial, están convergiendo otra serie de aspectos igualmente relevantes. Nos referimos, en primer lugar, a la campaña de resultados empresariales del cuarto trimestre de 2011 en Estados Unidos. Hasta el momento, han publicado sus cifras de beneficios el 14 % de las compañías del S&P 500. Aunque el consenso de los analistas estima que se pueda producir alguna deriva a la baja en el número de

LA CRISIS DE DEUDA SOBERANA HA PENALIZADO AL SECTOR BANCARIO EUROPEO

Evolución de la cotización del sector bancario en Estados Unidos y Europa (S&P 500 y Eurostoxx 50)



FUENTE: Bloomberg.

sorpresas positivas (empresas que reporten beneficios superiores a los estimados) como consecuencia del bache económico norteamericano en 2011, indicadores clave como el beneficio por acción están batiendo el registro del mismo trimestre del año anterior. El sector de la tecnología es un puntal clave al respecto. Esta circunstancia, unida a la mejora de los datos económicos en Estados Unidos, ha aportado mayor estabilidad a las bolsas norteamericanas. En segundo lugar, desde el punto de vista sectorial cabe destacar el flujo de noticias en torno al sector bancario europeo. En los dos últimos años la banca europea ha sido el sector más penalizado por los inversores, debido a la elevada exposición de sus balances a la deuda soberana de la región. Pero los acontecimientos recientes se han tornado algo más favorables. La intensificación de la liquidez prestada por el BCE y la aceptación de un abanico más amplio de activos como colateral de los préstamos, la

petición desde Alemania y Francia de flexibilización de la normativa contable del sector y los avances que se están produciendo en el seno de la eurozona en materia fiscal están teniendo, en conjunto, un efecto positivo sobre la cotización de los bancos europeos, llegando incluso a contrarrestar el impacto de la rebaja del *rating* a varios países miembros del euro.

De cara al medio plazo, la consolidación de estos factores y la continuidad de la tendencia que están describiendo actualmente deberían contribuir a dar paso a una nueva etapa marcada por la mayor rentabilidad y retorno de las inversiones. Aunque de cara al corto plazo, aspectos como las amenazas sobre la participación del sector privado en la reestructuración de la deuda griega y posibles nuevos episodios de contagio siguen dotando de un elevado grado de incertidumbre a las perspectivas bursátiles.

Las cotizaciones del sector bancario europeo se toman un respiro.

ÍNDICES DE LAS PRINCIPALES BOLSAS MUNDIALES

23-01-2012

	Índice (*)	% variación mensual	% variación acumulada	% variación anual
Nueva York				
<i>Dow Jones</i>	12.720,5	3,5	4,1	7,1
<i>Standard & Poor's</i>	1.315,4	4,0	4,6	2,5
<i>Nasdaq</i>	2.786,7	6,4	7,0	3,6
Tokio				
	8.765,9	4,4	3,7	-14,7
Londres				
	5.774,4	4,7	3,6	-2,1
Zona del euro				
<i>Fráncfort</i>	6.444,3	9,6	9,3	-8,8
<i>París</i>	3.342,7	7,8	5,8	-16,8
<i>Ámsterdam</i>	323,0	4,9	3,4	-10,5
<i>Milán</i>	15.850,2	5,1	5,0	-28,3
<i>Madrid</i>	8.618,0	0,9	0,6	-20,4
Zúrich				
	6.139,6	4,2	3,4	-6,5
Hong Kong				
	20.110,4	8,0	9,1	-15,8
Buenos Aires				
	2.867,6	16,3	16,4	-21,4
São Paulo				
	62.312,1	8,0	9,8	-9,9

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.

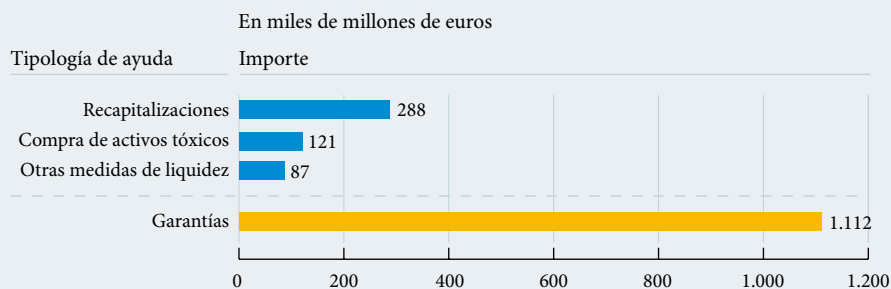
El impacto de los rescates bancarios en las cuentas públicas

Desde el inicio de la crisis financiera en 2007, han sido numerosas y variadas las intervenciones de los estados para rescatar o reestructurar sus sistemas financieros. Aunque también han sido significativas algunas de las quiebras, como la de Lehman Brothers en Estados Unidos en septiembre de 2008 o de las danesas Amagerbanken y Fjordbank Mors en 2011. De todas formas, por el riesgo de contagio y el papel que desempeñan las entidades bancarias en los medios de pago y en el flujo de crédito a la economía, los estados han destinado importantes cantidades de dinero público a rescatar y reestructurar a las entidades en dificultades.

En Europa, para preservar la competencia, todos los programas de apoyo que los estados brindan a un sector o entidad tienen que ser aprobados por la Dirección General de la Competencia de la Comisión Europea. Desde 2007, las solicitudes de aprobación de programas de soporte a los sistemas financieros se han disparado. Entre 2007 y 2010, los países europeos han destinado 0,5 billones de euros en apoyos de capital y liquidez (4% del PIB europeo). Entre ellos, se incluyen medidas de diversa índole: inyecciones directas de capital, con o sin derechos políticos; recompras de activos tóxicos para eliminar la incertidumbre de los balances o concesión de créditos para favorecer la liquidez. Adicionalmente, las entidades han podido emitir hasta 1,1 billones de euros (9% del PIB) de deuda con aval público. A estas ayudas, se ha sumado la política macroeconómica del Banco Central Europeo, con sus inyecciones de liquidez y la compra de cédulas hipotecarias.

APOYOS CONCEDIDOS AL SISTEMA FINANCIERO POR LOS PAÍSES EUROPEOS

Acumulado 2007-2010



FUENTE: Comisión Europea (State Aid Scoreboard; Autumn 2011 update).

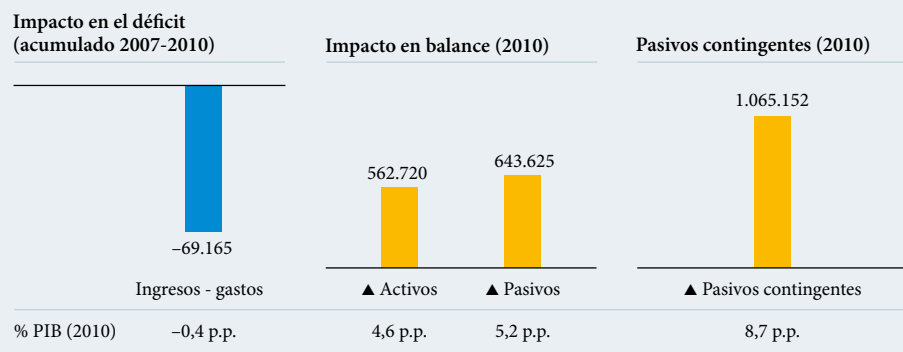
En función de las características y alcance, las medidas adoptadas en distintos países han tenido diferente impacto, tanto en lo que se refiere al saneamiento de sus sistemas financieros como en las cuentas públicas de los respectivos países. En este sentido, no es lo mismo dar una garantía que ofrecer un crédito o una inyección de capital. Tampoco es lo mismo hacerlo directamente que a través de una sociedad creada para tal fin, como es el caso de la National Asset Management Agency (NAMA) en Irlanda.

Entonces, ¿cómo han impactado las ayudas públicas que se han sucedido en los últimos años en las cuentas públicas? En primer lugar, en el endeudamiento de los países. Las inyecciones de capital, las compras de activos o las concesiones de crédito requieren importantes desembolsos por parte de los estados que han tenido que financiar con más deuda. Según datos del Eurostat, los pasivos de los estados han crecido en 643.625 millones de euros (5,2 puntos porcentuales del PIB) como consecuencia de las intervenciones públicas en el sector financiero. De estos

pasivos, el 70% son emisiones de deuda. Pero pocas ayudas han sido a fondo perdido. Por ello, los activos públicos han crecido también, en 562.720 millones de euros (4,6 puntos porcentuales del PIB). De estos activos financieros, el 40% son participaciones en entidades financieras.

IMPACTO EN LAS CUENTAS PÚBLICAS DE LOS APOYOS CONCEDIDOS AL SISTEMA FINANCIERO EN LOS PAÍSES EUROPEOS

En millones de euros



FUENTE: Eurostat (Eurostat supplementary table for the financial crisis; April 2011).

Por lo tanto, un primer impacto está en el endeudamiento para adquirir activos o participaciones en entidades que, en neto, ha aumentado en 0,6 puntos porcentuales del PIB. En función de la evolución futura de los activos adquiridos y de su potencial deterioro, el impacto público de dicho rescate podrá ser mayor en el futuro.

Pero en los balances públicos no están recogidas todas las ayudas públicas. Cuando estas se articulan a través de garantías o avales, el impacto en las cuentas públicas es distinto. En estos años, los avales a la emisión de nueva deuda han emergido como una medida de apoyo clave, pero que no ha exigido, hasta la fecha, el desembolso de dinero a los estados. Por lo tanto, a diferencia de las medidas de capital o las inyecciones de liquidez, no aumentan el endeudamiento público. Sin embargo, sí que generan riesgos contingentes. Es decir, que son riesgos potenciales a futuro.

El caso de Irlanda es ilustrativo en este sentido. Con los primeros síntomas de deterioro de sus entidades financieras, se optó por las nacionalizaciones e inyecciones de capital a las entidades. El estado irlandés inyectó 4.000 millones y 2.700 millones de euros (4% del PIB), respectivamente, en el Anglo Irish Bank (Anglo) y el Irish Nationwide (INBS). El endeudamiento neto del país se disparó. Tras la intervención del país por el Fondo Monetario Internacional y la Unión Europea, se optó por la creación de la NAMA para continuar con el saneamiento del sistema. ¿Cómo funciona la NAMA? Las entidades financieras venden sus créditos de mayor riesgo a la agencia a cambio de bonos con garantía pública. Es la NAMA que emite bonos que adjudica a las entidades a cambio de los activos y, por lo tanto, no hace falta una emisión de deuda pública que incremente el endeudamiento. Pero sí que aumentan los riesgos contingentes del país por la garantía pública a los bonos.

Finalmente, hay que considerar que los estados pueden tener ingresos o pérdidas derivados de todas estas ayudas, que influyen en el déficit público. Entre los ingresos se consideran la remuneración por los avales, comisiones por préstamos, etc. Y entre los gastos está el coste de financiación de los préstamos, los deterioros de los activos adquiridos y, en su caso, la necesidad de ejecutar avales. En este caso, en el acumulado de 2007 a 2010, los estados europeos

han perdido 69.165 millones de euros, lo que ha incrementado el déficit público en 0,4 p.p. Pero la situación es muy distinta por país. Irlanda (-35.722 millones de euros), Alemania (-16.559 millones de euros) y el Reino Unido (-15.026 millones de euros) acumulan la mayoría de las pérdidas. En cambio, entre 2007 y 2010, Francia obtuvo beneficios de 2.399 millones de euros y España de 1.455 millones de euros, que en ambos casos mejoraron ligeramente sus cifras del déficit.

En resumidas cuentas, la difícil situación económica y financiera que ya se alarga desde 2007 ha llevado a que muchos países estén rescatando a sus entidades bancarias con dinero de los contribuyentes. Pero no todas las medidas tienen el mismo impacto en las cuentas públicas ni ofrecen un mismo potencial de ingresos o riesgos futuros, consideraciones que últimamente también se están teniendo en cuenta en el diseño de programas de rescate o apoyo.

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

Actividad económica

Serio ajuste de las expectativas de crecimiento

El año 2012 no empieza bien. Los últimos indicadores de actividad económica confirman que la recesión está en marcha y ya no hay analistas que duden de ello. Las únicas grandes incógnitas son ahora la duración de la recesión y su profundidad. En el mes de enero el consenso de economistas volvió a revisar a la baja sus previsiones de crecimiento del producto interior bruto (PIB) español para 2012 y, en promedio, esperan un retroceso del 0,3% para el conjunto del año. Para el año próximo, eso sí, se espera que la economía recupere la senda del crecimiento y avance un 0,9% interanual.

La divergencia entre las previsiones de los principales centros de estudio es muy alta, lo que pone en evidencia la elevada incertidumbre que rodea la marcha de la actividad económica actual. Entre ellas destaca la severa revisión efectuada por el Fondo Monetario Internacional (FMI), que ha pasado de prever un crecimiento del 1,2% para este año a un retroceso del 1,7%. Tampoco para el año que viene las perspectivas son muy favorables según el FMI, pues de acuerdo con sus nuevas previsiones el PIB también anotará un leve retroceso en el conjunto del año, del 0,3% concretamente.

En gran medida, la magnitud y la duración del retroceso del PIB vendrán determinados por tres factores: la resolución de la crisis de deuda soberana, la magnitud y la forma del ajuste del déficit fiscal español y la evolución del precio del petróleo. Los tres factores dependen, en gran medida,

de factores políticos más que de factores estrictamente económicos. De ahí estriba la elevada incertidumbre que rodea el actual proceso de desaceleración económica.

El precio del petróleo ha vuelto a repuntar ligeramente fruto de las tensiones en el estrecho de Ormuz. Una nueva escalada del precio del petróleo dificultaría aún más la recuperación, ya que incrementaría la inflación general y reduciría el nivel de actividad. En el ámbito europeo, las negociaciones sobre el nuevo pacto fiscal avanzan según lo previsto, es decir, lentamente. La lectura positiva proviene de la credibilidad creciente que la fortaleza del tándem franco-alemán, formado por el presidente Nicolas Sarkozy y la canciller alemana Angela Merkel, está dotando al proceso negociador.

A nivel español, el nuevo Ejecutivo ha confirmado que la desviación del déficit público de 2011 respecto al objetivo fijado por el anterior Gobierno será muy significativa. Concretamente, las previsiones del nuevo Gobierno sitúan el déficit alrededor del 8% del PIB, mientras que el objetivo era del 6,0%. De confirmarse esta cifra, obligaría a hacer un esfuerzo mayúsculo durante 2012 si se quiere alcanzar el objetivo fijado por Bruselas, que es del 4,4%. El nuevo Gobierno ha afirmado que su compromiso con el programa de estabilización fiscal es total y, por lo tanto, ya ha presentado una batería de reformas, entre las que destacan el aumento del impuesto sobre la renta y del impuesto sobre bienes inmuebles (para una explicación más detallada, véase el capítulo del sector público).

Las medidas anunciadas representan un ahorro de 15.000 millones de euros, pero,

Los primeros datos de 2012 parecen confirmar la recesión.

El consenso estima que el PIB caerá un 0,3% interanual.

INDICADORES DE DEMANDA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2009	2010	2011						
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre	Diciembre
Consumo									
Producción de bienes de consumo (*)	-8,2	0,8	0,1	-1,5	-0,8	0,7	-2,2	-4,4	...
Importación de bienes de consumo (**)	-5,8	-9,5	-13,7	-1,1	-8,7	1,2	24,6	-10,0	...
Matriculaciones de automóviles	-17,9	3,1	-29,3	-27,3	-26,4	-0,7	-6,7	-6,4	-3,6
Crédito al consumo de bienes duraderos	-11,5	-12,3	-14,6	-13,9	-10,1	-4,4	-	...	-
Indicador de confianza de los consumidores (***)	-28,3	-20,9	-21,0	-19,6	-16,1	-15,8	-19,6	-15,4	-15,3
Inversión									
Producción de bienes de equipo (*)	-22,1	-3,3	-3,2	3,0	2,5	2,6	-1,6	-7,4	...
Importación de bienes de equipo (**)	-26,3	6,5	4,8	2,3	-4,9	-1,5	-8,7	-4,2	...
Matriculación de vehículos industriales	-40,0	7,0	1,4	-2,2	-11,2	5,8	-7,0	-23,8	-14,1
Comercio exterior (**)									
Importaciones no energéticas	-16,9	10,3	5,4	7,4	-0,7	0,8	2,3	-6,0	...
Exportaciones	-9,8	15,6	15,3	16,0	9,0	10,9	5,1	8,7	...

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.

Para ajustar el déficit al 4,4% del PIB serán necesarios más de 40.000 millones de euros.

para reducir el déficit desde el 8,0% del PIB hasta el 4,4%, el ahorro de este año tiene que superar los 40.000 millones de euros. Por lo tanto, en las próximas semanas y, sobre todo, en la aprobación de los presupuestos de 2012 que se hará en marzo, se anunciarán nuevas medidas de calado. En cualquier caso, el impacto que tendrá sobre el crecimiento a corto plazo será claramente negativo, lo que explica parcialmente el descenso de las previsiones. Sin embargo, es muy importante resaltar que a medio y largo plazo estas medidas podrían tener un impacto positivo sobre el crecimiento, no solo porque una economía saneada está mejor capacitada para emprender proyectos de envergadura, sino por la mejora en la credibilidad que ello supondrá en los mercados internacionales.

Tanto los indicadores de oferta como los de demanda alertan del deterioro.

De momento, los indicadores de coyuntura económica no son nada alentadores. Destacamos dos: las ventas minoristas y

la producción industrial. El primero anotó una muy severa contracción en el mes de noviembre, del 7,1% en términos interanuales. Este indicador refleja la situación que vuelve a atravesar la demanda, que, amenazada por el repunte de la incertidumbre, se ha vuelto a replegar como ya lo hizo en 2009. El índice de confianza del consumidor, que volvió a retroceder en el mes de diciembre, o el consumo de electricidad, que se retrotrajo un 4,9% en ese mismo mes, son otras muestras de que la incerteza cotiza al alza.

La situación de la oferta es similar. El índice de producción industrial retrocedió un 7,0% en el mes de noviembre en términos interanuales. La tendencia no es nada alentadora. El índice de los gestores de compras PMI, que continúa en niveles muy bajos, indicativos de recesión, o el índice de confianza de la industria, refuerzan la visión bajista de la actividad económica en España.

INDICADORES DE OFERTA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2009	2010	2011						
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre	Diciembre
Industria									
Consumo de electricidad (1)	-4,9	2,9	2,2	0,5	0,5	-1,2	-4,0	-3,9	-4,9
Índice de producción industrial (2)	-15,8	0,8	0,4	1,8	-1,1	-1,4	-4,2	-7,0	...
Indicador de confianza en la industria (3)	-30,8	-13,8	-9,2	-8,6	-10,9	-14,4	-13,8	-16,9	-18,8
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	-4,4	...
Construcción									
Consumo de cemento	-32,3	-15,5	-17,7	-3,1	-16,6	-21,0	-28,4	-28,9	-21,9
Indicador de confianza en la construcción (3)	-32,3	-29,7	-41,5	-54,1	-55,4	-58,6	-49,0	-52,7	-59,1
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	...	...
Servicios									
Ventas comercio minorista (6)	-5,4	-1,0	-1,9	-5,9	-5,1	-4,2	-7,0	-7,1	...
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	7,9	...	...
Mercancías ferrocarril (t-km)	-28,4	6,4	-4,2	8,2	1,8	7,7	-5,0	-8,6	...
Tráfico aéreo pasajeros	-7,9	2,9	4,3	5,0	10,6	6,2	2,3	-2,0	4,1
Consumo de gasóleo automoción	-5,1	-1,2	-1,6	-1,6	-4,5	-2,8	-5,3	...	...

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

(2) Filtrado de diferencias del calendario laboral.

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

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

(5) En volumen.

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

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

La floja evolución del mercado laboral, la tendencia a la moderación de los precios o el apocado ritmo de las importaciones, comentado en sus respectivos capítulos, nos ha llevado a que nosotros también revisásemos de forma considerable nuestro escenario de previsiones para el conjunto del año. De acuerdo con la evolución de los últimos indicadores, esperamos una contracción del PIB del 1,0%. Para el año que viene, esperamos un crecimiento del 0,6%. Para que ello suceda, será fundamental que el rumbo fijado por el nuevo Gobierno siga sin dilaciones, que la resolución de la crisis de deuda soberana se vaya confirmando durante el primer semestre

del año y que, al final, los titubeos del precio del petróleo se queden solamente en eso, titubeos.

La recesión en la que la economía española está entrando es fruto, sobre todo, de la elevada incertidumbre política y no de problemas estructurales de la economía, aunque estos existen y hacen necesario que se tomen medidas para relanzar el crecimiento a medio plazo. La naturaleza de la recesión, por lo tanto, hace que los riesgos a corto plazo sean elevados. Un nuevo repunte en las tensiones financieras debidas a una ruptura en las negociaciones entre tenedores de deuda griega y el Gobierno

La naturaleza de esta segunda recesión es sobre todo política.

LAS VENTAS MINORISTAS MUESTRAN LA DEBILIDAD DE LA DEMANDA

Tasa de variación interanual de la media móvil a tres meses



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

heleno sobre la reestructuración de la deuda, o dudas sobre la capacidad de Portugal e Irlanda de cumplir con sus respectivos programas de ajuste fiscal, podrían retrasar la recuperación de la economía española. Al mismo tiempo, si todo ello se va

resolviendo de forma favorable, la vuelta de la confianza podría ser más rápida de lo previsto. El año 2012 no ha empezado bien, pero ello no quiere decir que vaya a terminar mal.

Mercado de trabajo

En búsqueda de la égida

En la mitología griega, la égida es el escudo de Atenea del cual se sirve Perseo para decapitar a Medusa y cuya cabeza es, posteriormente, incorporada a la rodela de la diosa. La tarea del actual Ejecutivo no es menos titánica que la de Perseo: decapitar al monstruo del desempleo, sin parangón en Europa, y proteger el mercado laboral para que en las futuras crisis la tasa de paro no vuelva a superar el 20%.

Esta será la enésima reforma del mercado laboral desde el inicio de la democracia, la última hace apenas ocho meses. La anunciada reforma viene precedida del anuncio del presidente del Gobierno, Mariano Rajoy, en el que ha anticipado que la próxi-

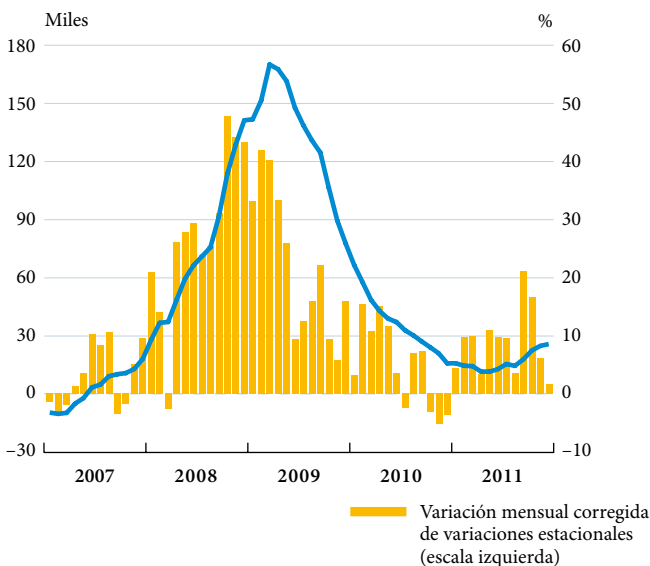
ma encuesta de población activa (EPA) recogerá 5,4 millones de desempleados. Esta cifra sitúa la tasa de paro en un 23,3%, con lo que, dada la coyuntura actual, se podría superar el máximo histórico del 24,6% alcanzado a comienzos de 1994.

En el conjunto del año pasado, el Servicio Público de Empleo certificó un incremento en 322.286 personas en el número de parados, es decir, un 7,9% más que en 2010. Este dato anual enmascara el profundo deterioro experimentado por el mercado laboral en el segundo semestre del año, cuando el número de parados aumentó en más de 300.558 personas, más del doble que en ese mismo periodo en 2010. Según los últimos datos publicados, en diciembre el número de desempleados se incrementó

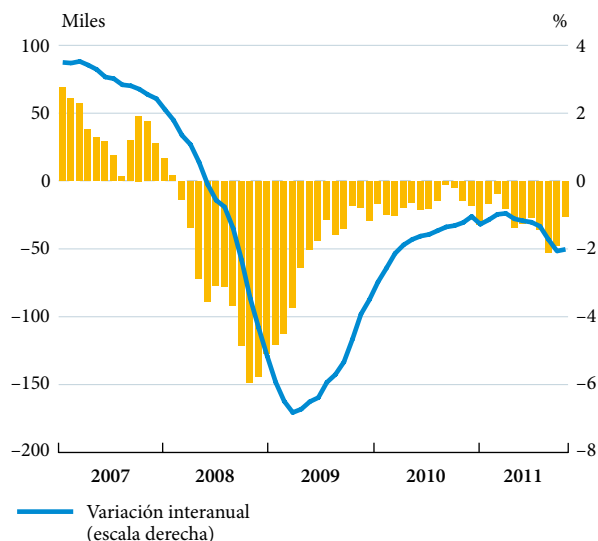
El número de parados en 2011 aumenta en 322.286 personas respecto a 2010.

LOS DATOS DEL MERCADO LABORAL REFLEJAN EL EMPEORAMIENTO DE LA COYUNTURA

Parados registrados



Afiliados en alta laboral a la Seguridad Social



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

en 1.897 personas, mientras que el número de afiliados a la Seguridad Social cayó en 18.608, lo que supone una caída del 2,0% respecto al diciembre anterior.

Diversos organismos, tanto de ámbito nacional como supranacional, han recomendado al nuevo Gobierno que haga una reforma laboral para atenuar las altas cifras de desempleo. En este sentido, el Gobierno señaló que a comienzos de enero comenzaría a tomar medidas. Sin embargo, las conversaciones y posterior acuerdo entre los agentes sociales, patronal y sindicatos, han pospuesto, de momento, la iniciativa gubernamental hasta febrero.

Los principales ejes sobre los que giran las conversaciones y parece que se podría articular la reforma son: negociación colectiva, flexibilidad interna, términos de con-

tratación y despido, moderación salarial y un último bloque formado por la articulación de la formación, políticas públicas de empleo y el control del absentismo.

Las discusiones sobre el actual proceso de negociación colectiva se centran en cómo sincronizar el crecimiento de los salarios y la actividad a lo largo del ciclo económico. Los convenios plurianuales y la ultraactividad (prórroga automática del convenio ante la falta de acuerdo sobre uno nuevo), junto a la prevalencia de múltiples ámbitos de negociación, incluido el sectorial y provincial, ralentizan la adecuación del marco laboral a la coyuntura de la empresa. Un ejemplo del desfase de la negociación colectiva se produjo en 2009, cuando la economía cayó un 3,7%, se bordeó la deflación y los salarios reales crecieron un 2,5%. De ahí que patronal y sindicatos

INDICADORES DE EMPLEO

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2009	2010	2011						
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre	Diciembre
Afiliados a la Seguridad Social (1)									
Sectores de actividad									
<i>Industria</i>	-10,6	-4,8	-3,2	-2,8	-2,4	-2,4	-3,0	-3,4	-3,5
<i>Construcción</i>	-23,1	-13,4	-11,3	-9,6	-11,4	-13,0	-14,0	-15,3	-15,4
<i>Servicios</i>	-2,6	0,0	0,4	0,3	0,5	0,3	0,0	-0,4	-0,4
Situación profesional									
<i>Asalariados</i>	-6,0	-1,8	-1,2	-1,1	-0,9	-1,3	-1,9	-2,3	-2,2
<i>No asalariados</i>	-4,8	-2,8	-1,9	-1,6	-1,2	-1,0	-1,0	-1,0	-1,1
Total	-5,8	-2,0	-1,3	-1,2	-1,0	-1,2	-1,7	-2,1	-2,0
Población ocupada (2)	-6,8	-2,3	-1,3	-1,3	-0,9	-2,1	-	-	-
Puestos de trabajo (3)	-6,6	-2,4	-1,4	-1,4	-1,0	-1,9	-	-	-
Contratos registrados (4)									
Indefinidos	-31,0	-6,4	0,0	-1,8	-5,0	-8,4	-17,9	-22,4	-29,5
Temporales	-13,5	3,8	2,8	0,7	3,9	0,9	-2,5	-1,3	0,3
Total	-15,5	2,8	2,5	0,4	3,1	0,2	-3,8	-3,2	-2,0

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.

hayan manifestado su voluntad de facilitar el descuelgue de los convenios de empresa respecto al sectorial, al tiempo que se impulsan los primeros.

Otro de los acuerdos alcanzados por los agentes sociales es la elevación del 5% al 10% el mínimo de horas de distribución irregular. El objetivo es dotar de una mayor flexibilidad a la empresa y ayudar a que los ajustes del mercado laboral se realicen más vía precios (salarios) en vez de cantidades (despidos).

En la agenda gubernamental se encuentra también simplificar la amalgama de contratos contemplados en la legislación. El marco laboral actual se define por su dualidad, con gran parte de los trabajadores disfrutando de unas condiciones de contrato fijo muy diferentes a las de uno temporal. Cabe señalar la prevalencia de los contratos temporales en el mes de diciembre, ya que estos supusieron el 94% de todos los contratos realizados.

En cuanto a la moderación salarial, patronal y sindicatos parecen haber llegado a un acuerdo sobre su evolución en los próximos años. Dicho acuerdo recoge un incremento salarial máximo del 0,5% en 2012 y de un 0,6% en 2013 y 2014, con una cláusula específica para este último año. Si el incremento del PIB en 2013 se sitúa entre el 1% y 2%, el incremento salarial máximo en 2014 será del 1%; si el incremento del PIB en 2013 es mayor al 2%, la subida salarial será del 1,5%. Además, este acuerdo modifica la cláusula de revisión salarial a final de año y establece: si la inflación es mayor al 2%, los salarios solo se revisarán al alza por la diferencia con ese 2%; si la inflación con la eurozona es menor a la española, se tomará la primera como referencia; si el incremento de los carburantes y combustibles es mayor al 10%, se removerá este componente del cálculo de la inflación.

Con este acuerdo se pretende que las empresas puedan ganar competitividad en el exterior y que los trabajadores no pierdan

El 94% de los contratos de diciembre fueron temporales.

PARO REGISTRADO POR SECTORES, SEXO Y EDADES

Diciembre 2011

	Parados	Variación sobre diciembre 2010		Variación sobre el mismo periodo del año anterior		% participación
		Absoluta	%	Absoluta	%	
Por sectores						
Agricultura	145.961	19.132	15,1	19.132	15,1	3,3
Industria	509.470	17.832	3,6	17.832	3,6	11,5
Construcción	775.928	22.861	3,0	22.861	3,0	17,5
Servicios	2.612.529	240.590	10,1	240.590	10,1	59,1
Primer empleo	378.471	21.871	6,1	21.871	6,1	8,6
Por sexos						
Hombres	2.209.738	156.550	7,6	156.550	7,6	50,0
Mujeres	2.212.621	165.736	8,1	165.736	8,1	50,0
Por edades						
Menores de 25 años	460.561	26.787	6,2	26.787	6,2	10,4
Resto de edades	3.961.798	295.499	8,1	295.499	8,1	89,6
TOTAL	4.422.359	322.286	7,9	322.286	7,9	100,0

FUENTES: Servicio Público de Empleo Estatal y elaboración propia.

La reforma deberá poner freno a la sangría laboral.

tanto poder adquisitivo. Las cláusulas sirven para desligar los salarios de la inflación en caso de incrementos súbitos del petróleo o por motivos de subidas de los impuestos indirectos (de ahí tomar como referencia la inflación europea). Al margen de estos acuerdos y en la dinámica de contención salarial, el Gobierno congeló el salario mínimo interprofesional, que es utilizado para fijar conceptos retributivos en muchos convenios, y fijó su cuantía en 641 euros.

Por último, para la reforma laboral se estudia una mejor optimización de los recursos disponibles en torno a la redefinición de la formación y de las políticas públicas de empleo para que estos se focalicen en los colectivos más golpeados por el desempleo, los parados de larga duración, que suponen un 42,5% de todos los desempleados, y los jóvenes, que duplican la tasa de paro con un registro del 45,8%.

Otras medidas que se contemplan son un mayor control del absentismo y el traslado de los festivos al lunes para reducir costes.

Estos cinco ámbitos están interconectados y forman parte de un todo. Como los flancos de un escudo, deben estar perfectamente equilibrados para sí lograr un marco jurídico que proteja los derechos de todos los trabajadores al tiempo que contribuye a la lucha competitiva de las empresas.

El monstruo del desempleo se alza con más de cinco millones de cabezas. Para acabar con la continua sangría de puestos de trabajo es necesario una reforma laboral que sienta unas bases de creación de empleo enraizadas en la productividad. Al mismo tiempo, la reforma deberá proteger a los trabajadores para que ante el próximo avatar económico no alcancemos las cotas de paro actuales.

Precios

Cae la inflación y se enturbian las perspectivas

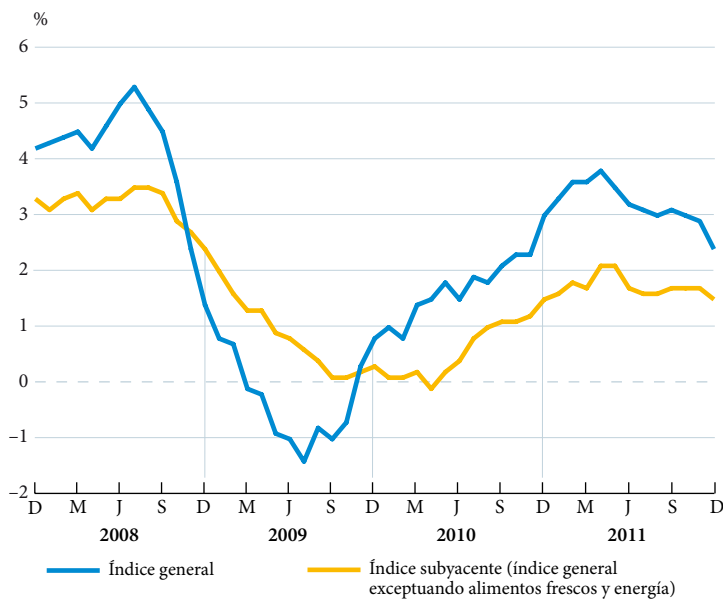
El mes de diciembre cumplió con lo anunciado. La tasa interanual del índice de precios al consumo (IPC) se redujo 5 décimas respecto a noviembre y sitúa su variación interanual en el 2,4%. Este incremento enmascara el cambio de tendencia que sufrieron los precios en el mes de abril, cuando alcanzaron su cota más alta con un 3,8% de variación interanual, y el descenso prácticamente incólume engarzado desde entonces. La profundidad de esta caída será determinada tanto por la gravedad de la atonía de la demanda agregada como por el comportamiento de los productos energéticos.

A pesar de la contracción de la actividad en el cuarto trimestre, señalada por el Banco de España, la explicación del descenso de la inflación en el mes de diciembre no se encuentra tanto en el tono recesivo del consumo como en la desaparición de los efectos de base del año pasado. En diciembre de 2010, la inflación experimentó una subida de 7 décimas debido fundamentalmente a incrementos del precio del tabaco y de los carburantes y lubricantes. Por el contrario, este año el tabaco se ha mantenido estable durante los últimos tres meses, y los carburantes y lubricantes incluso han disminuido levemente en diciembre. Estos efectos han provocado que las tasas de variación interanual del tabaco y los carburantes y lubricantes

La inflación disminuyó 5 décimas hasta el 2,4%.

FUERTE CAÍDA DE LA INFLACIÓN, EN CONSONANCIA CON LO ESPERADO

Variación interanual del IPC



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO POR GRUPOS DE COMPONENTES

Diciembre

	Índices (*)	% variación mensual		% variación s/diciembre anterior	
		2010	2011	2010	2011
Por clases de gasto					
Alimentos y bebidas no alcohólicas	111,1	0,4	0,3	0,7	2,1
Bebidas alcohólicas y tabaco	151,2	6,1	0,0	15,2	4,2
Vestido y calzado	108,9	-1,2	-1,4	0,6	0,3
Vivienda	125,8	0,3	0,1	5,7	5,8
Menaje	109,7	0,2	0,1	1,0	1,1
Medicina	93,6	0,0	0,1	-1,2	-2,8
Transporte	118,4	1,9	-0,2	9,2	4,9
Comunicaciones	97,0	0,0	0,0	-0,7	-1,6
Ocio y cultura	98,8	1,3	2,2	-1,1	1,3
Enseñanza	120,3	0,0	0,0	2,3	2,8
Hoteles, cafés y restaurantes	115,1	0,2	0,2	1,7	1,2
Otros	115,9	0,2	0,2	2,8	2,7
Agrupaciones					
Alimentos con elaboración	118,3	1,4	0,2	2,6	3,1
Alimentos sin elaboración	110,3	0,6	0,5	2,6	0,7
Conjunto no alimentario	112,8	0,5	0,1	3,1	2,4
Bienes industriales	111,2	0,6	-0,3	4,7	3,0
<i>Productos energéticos</i>	<i>136,8</i>	<i>2,8</i>	<i>-0,3</i>	<i>15,6</i>	<i>10,3</i>
<i>Carburantes y combustibles</i>	<i>134,0</i>	<i>3,8</i>	<i>-0,4</i>	<i>18,4</i>	<i>10,6</i>
<i>Bienes industriales sin productos energéticos</i>	<i>102,6</i>	<i>-0,3</i>	<i>-0,3</i>	<i>0,9</i>	<i>0,3</i>
Servicios	114,5	0,4	0,5	1,6	1,7
Inflación subyacente (**)	110,9	0,3	0,2	1,5	1,5
ÍNDICE GENERAL	113,6	0,6	0,1	3,0	2,4

NOTAS: (*) Base 2006 = 100.

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

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

Las tensiones internacionales presionan al alza el petróleo.

han oscilado desde un 13,6% y 14,0% en noviembre a un 4,9% y 8,6% en diciembre.

Precisamente, el comportamiento de los carburantes y lubricantes es una de las incógnitas del año entrante. Las tensiones geopolíticas generadas en torno al estrecho de Ormuz, corredor marítimo de apenas 60 kilómetros en su parte más angosta por el que circula aproximadamente el 40% del crudo mundial, ha contribuido a elevar momentáneamente el precio del petróleo en enero. Los productos petrolí-

feros constituyen el 54% del consumo de energía final, y España importa el 98% del mismo, por lo que la dependencia de nuestro país del exterior, en este sentido, es total. Cualquier distorsión del comercio de carburantes y combustibles tendrá una repercusión inmediata en los precios y, por tanto, en el IPC, del que constituye el 7,7%.

De hecho, el contencioso ya repercute en la política de abastecimiento energético a través de las sanciones europeas, que obligarán a reorientar las importaciones de

INDICADORES DE INFLACIÓN

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

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

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

(**) Excepto energía.

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

crudo iraní. Este país es el mayor suministrador de España y provee el 15% del total. Es una incógnita si esta menor oferta provocará un alza en los precios de los carburantes.

Otro factor que incrementa el riesgo de encarecimiento del petróleo es la apreciación del dólar. Dado que el barril de petróleo de calidad Brent se comercializa en dólares, cuánto más se deprecie el euro respecto al dólar, más caro sale su adquisición. El aumento del precio de esta materia prima es posteriormente transmitido al conjunto de la economía incrementando su inflación. Este es un fenómeno compartido por todos los países de la eurozona.

Si comparamos con nuestro mayor socio comercial, la eurozona, los precios de los combustibles españoles sin impuestos se

encuentran por encima de la media, según el último informe al respecto del Ministerio de Industria. Sin embargo, la gasolina y el gasóleo se encuentran un 14% y un 7% por debajo de la media de los 17 países que compartimos el euro al incluir los gravámenes fiscales. Aún así, los impuestos suponen en España más del 40% del precio final.

Este alto nivel de gravámenes se explica por la dificultad de sustituir el petróleo por otro tipo de insumo. Este fenómeno determina su inelasticidad y provoca que ante incrementos de precios la cantidad consumida varíe en menor cuantía. Por ello, las comunidades autónomas han utilizado los carburantes para imponer el denominado «céntimo sanitario». Este recargo al precio de la gasolina y el gasóleo se transmite casi íntegro a los consumidores, de ahí que gran parte de las diferencias entre los precios de las

La depreciación del euro encarece las importaciones.

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	0,1	2,4	2,4

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

La inflación descenderá hacia el 1,4%, pero existen riesgos al alza.

distintas comunidades autónomas se encontrasen en los 3,7 y 4,2 céntimos por litro, respectivamente, en el mes de noviembre.

A pesar de los riesgos al alza anteriormente expuestos, la caída de la actividad se impondrá como factor determinante que conducirá la inflación a la baja. Las medidas adoptadas para reducir el déficit tendrán un efecto notable en la demanda agregada y, de acuerdo con nuestras previsiones, rebajan las expectativas de crecimiento para 2012, que sitúan la caída del PIB en el 0,5% interanual. Por esta razón, situamos la previsión de inflación en 2012 en torno al 1,4%. La prorrogación del IVA hiperreducido y la recuperación de la deducción por vivienda habitual apenas tendrán ningún efecto sobre el IPC.

Este escenario central contempla un promedio del barril de petróleo de calidad Brent para el conjunto del año situado cerca de los 104 dólares, es decir, refleja un contexto donde los problemas en el Golfo Pérsico son contenidos. Asimismo, estas previsiones recogen un tipo de cambio dólar-euro situado por encima de 1,30 en el conjunto del año. Cualquier desviación de estos dos supuestos supondrá una modificación al alza de la inflación en 2012. Además, nuestras previsiones no recogen las modificaciones de los impuestos indirectos que podrían tener lugar y que obligarían a revisar al alza la inflación. En definitiva, la tendencia bajista continuará en 2012, aunque la devaluación del euro y el precio del petróleo puedan aminorar su caída.

Sector exterior

Las exportaciones impulsan la corrección del saldo comercial

El sector exterior se ha convertido, desde el año 2008, en la principal fuente de crecimiento de la economía española. Este buen comportamiento responde a la intensa contracción de las importaciones primero y, posteriormente, al buen ritmo de las exportaciones y, sobre todo, al repunte del turismo en 2011. Como consecuencia, la contribución al producto interior bruto (PIB) del componente exterior fue, durante estos 4 años, ligeramente inferior a los 2 puntos porcentuales anuales de media. Por lo que respecta a 2012, esperamos que se mantenga la aportación positiva del sector externo. Sin embargo, existen varios factores que pueden afectar la intensidad de esta última. Estos son: la

evolución de la economía europea, el tipo de cambio del euro y el precio del petróleo.

De hecho, los datos disponibles del cuarto trimestre de 2011 muestran signos claros de debilidad de la demanda interna del país. En este contexto, el ritmo de crecimiento de las importaciones se redujo rápidamente. Así, en noviembre, el consumo de bienes extranjeros creció un 5,3% interanual frente al aumento del 11,2% promedio registrado durante los nueve primeros meses del año pasado. Ello contrasta con el mayor ritmo de crecimiento de las exportaciones que, en noviembre, se situó en el 13,4% interanual.

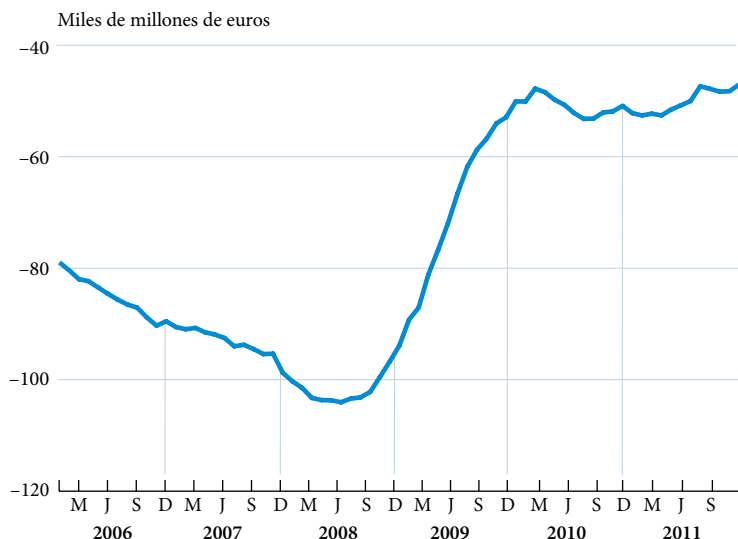
Esta tendencia dispar se acentúa si analizamos la evolución real de los flujos comerciales, esto es, neta del efecto de los

El buen comportamiento del sector exterior suavizará la contracción económica en 2012.

La caída del volumen de las importaciones refleja el menor pulso de la demanda interna.

EL DÉFICIT COMERCIAL ALCANZA SU VALOR MÍNIMO DESDE EL ESTALLIDO DE LA CRISIS

Saldo comercial



FUENTE: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio.

El déficit comercial se reduce un 31,1% interanual en noviembre.

precios. Destaca la caída de las importaciones reales en el mes de noviembre, del 4,9% interanual, frente al aumento del volumen de exportaciones del 8,7% en el mismo periodo.

Como resultado, el déficit comercial se redujo un 31,1% interanual en noviembre y situó el desequilibrio acumulado durante los últimos doce meses en 47.154 millones de euros. Esta mejora responde, principalmente, a la evolución del componente no energético, con un superávit de 192 millones de euros. El superávit con la Unión Europea explica este buen comportamiento.

Esperamos que el saldo comercial siga ajustándose durante 2012.

En clave de futuro, esperamos que la recesión de la economía europea en 2012 reduzca el ritmo de crecimiento de las exporta-

ciones españolas. Sin embargo, este efecto se verá parcialmente neutralizado por la ligera depreciación esperada del euro durante el primer semestre de este año, que avivará las exportaciones al resto del mundo. Al mismo tiempo, la debilidad de la demanda interna también afectará al consumo de bienes extranjeros lo que, muy probablemente, provoque una caída de las importaciones españolas en 2012.

En definitiva, el saldo comercial español mantendrá su senda de ajuste a lo largo de este año gracias, principalmente, a la reducción del déficit no energético. Todo ello en un contexto donde el precio del petróleo convergerá paulatinamente hacia niveles ligeramente inferiores a los actuales, lo que reducirá la presión del saldo energético sobre el déficit total.

COMERCIO EXTERIOR

Enero-noviembre 2011

	Importaciones			Exportaciones			Saldo	Tasa de cobertura (%)
	Millones de euros	% variación anual en valor	% participación	Millones de euros	% variación anual en valor	% participación	Millones de euros	
Por grupos de productos								
Energéticos	50.974	27,6	21	14.086,6	74,0	7,1	-36.888	27,6
Bienes de consumo	56.425	4,3	24	63.359,9	10,6	32,1	6.935	112,3
<i>Alimenticios</i>	14.869	5,3	6	23.277,2	8,2	11,8	8.408	156,5
<i>No alimenticios</i>	41.556	4,0	17	40.082,7	12,1	20,3	-1.473	96,5
Bienes de capital	16.003	-3,2	7	16.975,8	18,3	8,6	973	106,1
Bienes intermedios no energéticos	115.869	9,1	48	103.059,5	14,3	52,2	-12.809	88,9
Por áreas geográficas								
Unión Europea	126.378	6,4	53	131.073,7	13,9	66,4	4.696	103,7
<i>Zona del euro</i>	102.518	7,2	43	104.925,9	10,9	53,1	2.408	102,3
Otros países	112.893	15,2	47	66.408,1	21,3	33,6	-46.485	58,8
<i>Rusia</i>	8.085	45,4	3	2.336,5	28,1	1,2	-5.749	28,9
<i>EEUU</i>	9.776	15,6	4	7.242,5	21,4	3,7	-2.533	74,1
<i>Japón</i>	2.977	-6,8	1	1.724,3	33,0	0,9	-1.253	57,9
<i>América Latina</i>	15.552	19,3	6	11.070,1	19,1	5,6	-4.482	71,2
<i>OPEP</i>	25.110	21,2	10	7.617,7	22,0	3,9	-17.492	30,3
<i>Resto</i>	51.393	9,3	21	36.416,9	21,0	18,4	-14.977	70,9
TOTAL	239.271	10,4	100	197.481,7	16,3	100,0	-41.789	82,5

FUENTES: Ministerio de Economía y elaboración propia.

La balanza corriente registra su primer superávit desde 1998

Si ampliamos nuestro análisis al conjunto de la balanza corriente, observamos que alcanzó, en octubre de 2011, un saldo de 456 millones de euros. Esta cifra, que supone el primer superávit registrado desde agosto de 1998, representa una mejora del saldo corriente de 3.116 millones de euros respecto al mismo mes del año anterior. Sin embargo, el desglose muestra que cerca de dos terceras partes de este ajuste corresponden al buen comportamiento de la balanza de transferencias, lo que refleja alguna transferencia de la Unión Europea a las administraciones públicas.

Otro componente que jugó un papel importante en esta mejora fue el saldo de servi-

cios, impulsado por el buen comportamiento de los ingresos del turismo, que en octubre crecían un 7,9% interanual. Sin embargo, la ralentización del crecimiento de las entradas de turistas en España durante los dos últimos meses del año anticipa un menor recorrido para los ingresos en lo que queda de 2011. A nuestro entender, la debilidad de la economía europea en 2012 mantendrá esta tendencia durante 2012.

A este menor dinamismo de la balanza de servicios, se le añadirá el aumento del déficit de la balanza de rentas, fruto del incremento de los costes de financiación de la deuda española. A pesar de ello, prevemos que la mejora de la balanza de bienes permita reducir el déficit corriente por debajo del 3% del PIB español en 2012, frente al 4,0% que estimamos para 2011.

La balanza de transferencias y la de servicios permiten un superávit corriente en octubre.

El déficit comercial se situará por debajo del 3% del PIB en 2012.

BALANZA DE PAGOS

Noviembre 2011

	Acumulado año		Doce últimos meses		
	Saldo en millones de euros	% variac. anual	Saldo en millones de euros	Variación anual	
				Absoluta	%
Balanza corriente					
Balanza comercial	-34.043	-13,2	-41.986	5.564	-11,7
Servicios					
<i>Turismo</i>	27.920	14,2	30.437	3.560	13,2
<i>Otros servicios</i>	3.342	321,1	3.388	2.382	237,0
Total	31.262	23,9	33.825	5.943	21,3
Rentas	-23.726	28,0	-27.130	-3.615	15,4
Transferencias	-5.577	-37,6	-3.752	4.100	-52,2
Total	-32.083	-22,6	-39.043	11.991	-23,5
Cuenta de capital	4.281	-16,0	5.477	-812	-12,9
Balanza financiera					
Inversiones directas	-4.288	167,0	-456	4.602	-91,0
Inversiones de cartera	-6.715	-	-12.748	-64.101	-
Otras inversiones	-4.408	317,5	-6.451	-1.830	39,6
Total	-15.411	-	-19.655	-61.328	-
Errores y omisiones	-9.487	61,5	-6.065	-618	11,3
Variación de activos del Banco de España	52.699	478,5	59.287	50.768	-

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

Sector público

El Gobierno anuncia que el déficit español supera el 8% del PIB en 2011.

Consolidación fiscal: un largo camino que recorrer

«El inicio del inicio». Con estas palabras, la vicepresidenta del Gobierno introdujo el nuevo paquete de medidas fiscales para reconducir el déficit público español. El mensaje es claro: el proceso de consolidación se antoja laborioso. Especialmente después de anunciar que el déficit público de 2011 se situaría alrededor del 8,0% del producto interior bruto (PIB) español. Una cifra que se desvía significativamente del objetivo del 6,0% contemplado en el programa de estabilidad.

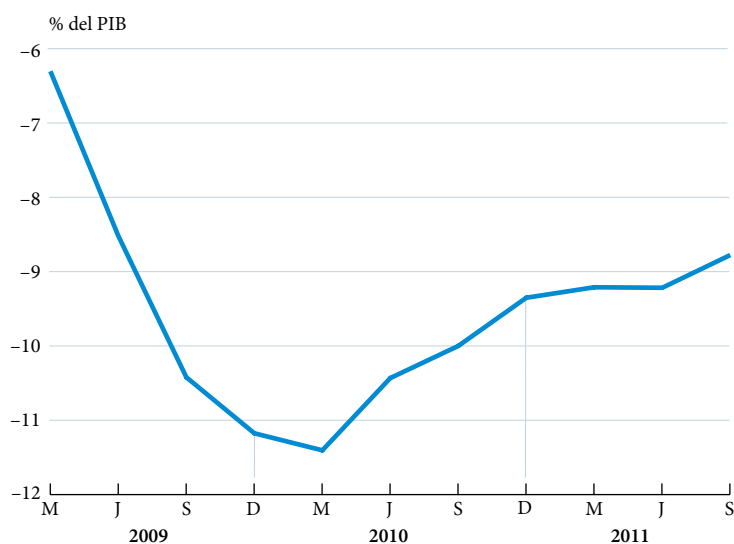
En efecto, los datos de necesidad de financiación de las administraciones públicas del tercer trimestre de 2011 confirmaron

las sospechas respecto al insuficiente ajuste fiscal el año pasado. Como muestra el gráfico siguiente, el déficit acumulado entre octubre de 2010 y septiembre de 2011 representó el 8,8% del PIB de ese mismo periodo. Ello significa una reducción de tan solo 5 décimas respecto al saldo de 2010.

De hecho, durante los tres primeros trimestres de 2011, las administraciones públicas solo ajustaron su déficit en 4.432 millones de euros, lejos de los 34.000 millones necesarios para cumplir el objetivo fijado para el conjunto del año. El análisis de los flujos presupuestarios durante este periodo muestra una reducción del gasto primario, esto es, el gasto sin tener en cuenta el pago de intereses, de 11.000 millones de

LA NECESIDAD DE FINANCIACIÓN DEL SECTOR PÚBLICO NO SE AJUSTA SUFICIENTEMENTE RÁPIDO

Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación del sector público



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

euros. Sin embargo, el deterioro del contexto macroeconómico neutralizó parte de esta mejora al incrementar el pago de intereses y reducir los ingresos.

Por lo que se refiere al cuarto trimestre, es de esperar que la contracción de la economía tampoco favoreciera el ajuste fiscal. Los datos disponibles de contabilidad de caja así lo corroboran. Los ingresos impositivos del Estado y las comunidades autónomas en noviembre de 2011 se redujeron un 11,3% respecto al mismo periodo del año anterior. En el caso del Estado, este alcanzó su objetivo de déficit para el conjunto de 2011, del 4,8% del PIB, un mes antes al cierre del año, por lo que muy probablemente superó esta cifra al final del ejercicio.

Pero no solo el Estado fue el único en no cumplir sus objetivos. Así, según el Gobierno, las cuentas de la Seguridad Social fueron deficitarias en 2011 frente al objetivo de superávit del 0,4% del PIB. De forma similar, las comunidades autónomas alcanzaron un desequilibrio cercano al 2,5% del PIB español que se aleja del 1,3% marcado a principios de año. Como consecuencia, estimamos que la necesidad de financiación del sector público se situó en el 8,2% del PIB de 2011, más de 2 puntos porcentuales superior a su objetivo.

Sin duda, esta desviación dificulta el proceso de consolidación de las finanzas públicas españolas en 2012. Para alcanzar el objetivo marcado para este año, del 4,4% del PIB, es necesario un ajuste de aproximadamente 40.000 millones de euros. Ante esta situación, el nuevo Gobierno anunció un nuevo plan de ajuste que incluye medidas tanto de reducción del gasto como de incremento de los ingresos públicos. Entre las primeras, destacan la congelación del sueldo de los funcionarios y de la tasa de reposición de la mayoría de las plantillas, la reducción en un 20% de las subvenciones a partidos políticos y sindicatos así como los recortes en investi-

gación y desarrollo, en préstamos a los concesionarios de autopistas y en los presupuestos de RENFE y RTVE. Con estas medidas, se espera disminuir el gasto público en 8.900 millones de euros.

A esta cifra, se le deben sumar los 6.275 millones de euros con que el Gobierno pretende incrementar sus ingresos. Ello lo hará a través de un aumento impositivo en 2012 y 2013 que afecta al impuesto sobre los bienes inmuebles (IBI), al impuesto sobre el ahorro y al impuesto sobre la renta de las personas físicas (IRPF). Este último incrementará el gravamen entre los 0,75 puntos porcentuales para las rentas más bajas hasta los 7 puntos porcentuales para las más elevadas.

Además de estas medidas, el nuevo ejecutivo anunció, a lo largo del mes de enero, nuevos avances en referencia a la redacción de la Ley de Estabilidad Presupuestaria. Esta, además de introducir una nueva regla fiscal que limite el déficit español, pretende establecer medidas que aumenten el control de las cuentas públicas de las comunidades autónomas. Además se acordó el cierre de 400 empresas públicas al final del año. A cambio, el Gobierno facilita una nueva línea de crédito a través del Instituto de Crédito Oficial (ICO) para resolver los eventuales problemas de liquidez de las comunidades.

Todas estas medidas han sido bien acogidas por los mercados de financiación. Ello, junto a la inyección de liquidez al sector bancario por parte del Banco Central Europeo, permitió colocar las nuevas emisiones de deuda con tipos de interés inferiores a los registrados durante los meses precedentes. Sin embargo, para alcanzar el objetivo de déficit previsto para 2012, aún es necesario un ajuste adicional cercano a los 25.000 millones de euros. Ello supondrá la implementación de nuevas medidas que no ayudarán a dinamizar la economía española en un año de recesión.

Los mayores costes de financiación y la reducción de los ingresos lastran la corrección del gasto en 2011.

Para 2012 es necesario un ajuste del déficit cercano a los 40.000 millones de euros.

Según el Gobierno, las nuevas medidas reducirán el déficit en 15.000 millones.

Reglas fiscales: ¿atados al mástil?

Narraba Homero que, para no sucumbir a los cantos de las sirenas, Ulises decidió atarse al mástil de su navío al tiempo que ordenaba a su tripulación taparse los oídos con cera. Con esta decisión, el héroe griego evitó estrellar la embarcación contra los arrecifes y pudo continuar el largo viaje hacia su hogar. De forma similar, el ejecutivo español aprobó dos nuevas reglas en 2011 que limitan sus decisiones de política fiscal a través de la introducción de límites al gasto y al déficit público. A cambio de ello espera poder alcanzar la consolidación fiscal y asegurar la sostenibilidad de sus finanzas públicas a largo plazo. ¿Permitirán estas nuevas reglas fiscales lograr dicho objetivo?

Además de ejercer una función redistributiva y asegurar la provisión de bienes públicos, a la política fiscal se le atribuye la capacidad de amortiguar las oscilaciones propias de los ciclos económicos. Así, por ejemplo, el aumento del gasto público puede evitar una mayor caída de la actividad económica durante los periodos recesivos. Ello puede ser compensado en fases de bonanza económica con reducciones del gasto que, a su vez, ralentizan el ritmo de crecimiento. Sin embargo, existen algunos factores que elevan estructuralmente en exceso el gasto público. Este es el caso, por ejemplo, de un mayor gasto con fines electoralistas o debido al desmesurado optimismo respecto a la evolución económica futura. La adopción de reglas fiscales trata de corregir estos desvíos para asegurar la sostenibilidad de las cuentas públicas a largo plazo y dotar de coherencia temporal y credibilidad las decisiones de política fiscal de las administraciones públicas.

La literatura económica señala a Suecia, ya en los años treinta del siglo pasado, como la pionera en el diseño de un marco fiscal centrado en alcanzar la sostenibilidad de las cuentas públicas a largo plazo sin afectar el carácter estabilizador de la política fiscal. Desde entonces, numerosos países han adoptado nuevas reglas. Según un informe del Fondo Monetario Internacional (FMI), en 2009 existían 57 países con al menos un límite explícito al déficit o a la deuda pública y/o a algunas de las partidas presupuestarias.⁽¹⁾ Entre estos encontramos los países miembros de la Unión Europea que, con la firma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) en 1992, introdujeron un límite al déficit público del 3% del producto interior bruto (PIB). Pero la credibilidad y eficacia de esta norma han quedado seriamente dañadas ya que no fue capaz de impulsar la consolidación fiscal durante el último ciclo expansivo ni de evitar el rápido deterioro de las cuentas públicas tras el estallido de la crisis. La laxitud de la regla de déficit en tiempos de expansión y la práctica ausencia de mecanismos que incentivarán la corrección de los desequilibrios en caso de rebasar los límites explican su escaso éxito. Ante esto, los países de la zona del euro han iniciado el diseño de un nuevo pacto fiscal que logre redirigir la deuda pública hasta niveles más sostenibles.

De acuerdo con el mismo informe del FMI, la evidencia empírica disponible parece confirmar, con carácter general, que las reglas fiscales son efectivas para lograr la disciplina presupuestaria y aumentan la probabilidad de éxito de los procesos de consolidación fiscal. Sin embargo, el propio caso europeo pone de manifiesto la importancia de los detalles de estas reglas para su buen funcionamiento. Así, una norma mal definida puede despojar la política fiscal de la flexibilidad necesaria para amortiguar los ciclos económicos, intensificando las recesiones (convirtiéndose en procíclica) y restando capacidad de reacción a los gestores públicos frente a la crisis. Pero además de flexible, una regla fiscal eficaz debe ser precisa, fácil de implementar y tiene que mostrar una relación directa con el objetivo deseado final, generalmente la sostenibilidad de las cuentas públicas. La definición de un procedimiento corrector en caso de no cumplimiento es también imprescindible.

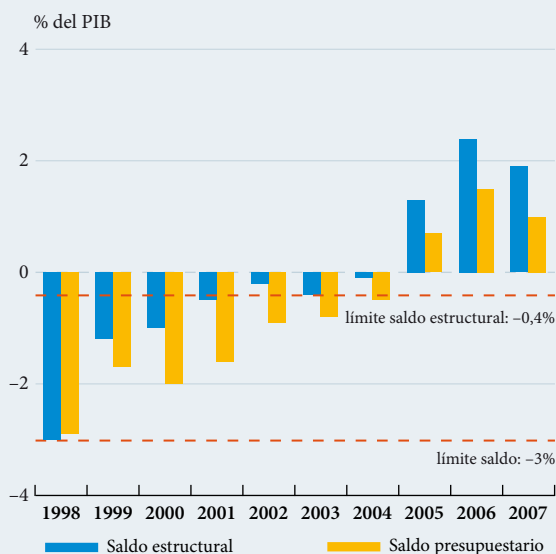
(1) Véase FMI (2009), *Fiscal rules – Anchoring expectations for sustainable public finances*.

En el caso español, las dos reformas aprobadas en 2011 regulan el gasto y el déficit público. En el caso del gasto público, este no puede superar el incremento del PIB nominal de medio plazo a menos de que esté acompañado por aumentos discretivos de los ingresos públicos. Dentro de esta partida de gasto, se excluyen los pagos por intereses de la deuda y el gasto no discrecional por prestaciones de desempleo. Por lo que se refiere a la segunda regla, en septiembre de 2011 se aprobó una reforma de la Constitución que limita el déficit estructural del sector público –es decir, el déficit total una vez corregido por el efecto del ciclo económico–. El déficit estructural no podrá superar los márgenes definidos por la Unión Europea, en caso de estar explicitados. Asimismo, el límite del déficit estructural al que se hace referencia en la Carta Magna será establecido en una ley orgánica pendiente de aprobación y que probablemente se situará alrededor del 0,4% del PIB a partir de 2020. De esta cifra, 0,26 puntos del PIB corresponderán al déficit estructural del Estado y los restantes 0,14 puntos porcentuales lo harán a las comunidades autónomas.⁽²⁾ Estas restricciones solo podrán superarse en caso de recesión económica o en situaciones excepcionales.

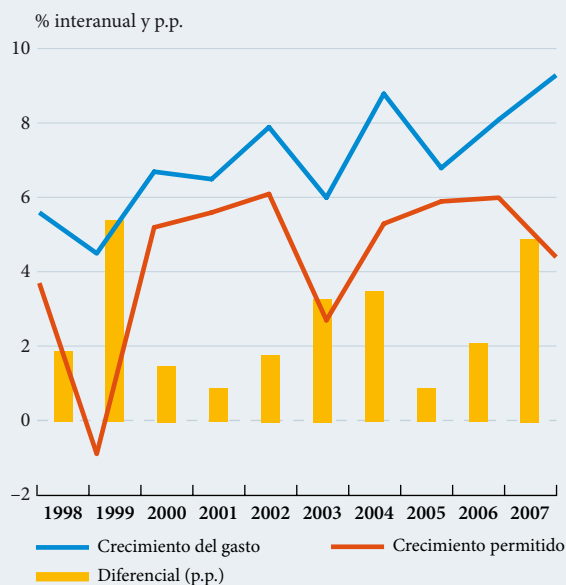
A priori, ambas reglas cumplen la mayoría de condiciones señaladas anteriormente como propicias para su correcto funcionamiento. Tanto el uso del déficit estructural como del crecimiento del PIB a medio plazo para computar el gasto público permiten ajustar el componente cíclico de las series, dotando de mayor flexibilidad a las reglas. Así, en periodos de bonanza económica el esfuerzo para cumplir estas normas es mayor que si ambas variables no se

LAS NUEVAS REGLAS FISCALES HABRÍAN EXIGIDO UN MAYOR EQUILIBRIO PRESUPUESTARIO ENTRE 1998 Y 2007

Regla del déficit estructural



Regla del gasto público



FUENTES: IGAE, Fondo Monetario Internacional, Banco de España y elaboración propia.

(2) Ello implica un equilibrio estructural de las cuentas de las corporaciones locales y de la Administración de la Seguridad Social. Sin embargo, en el caso de esta última, es posible que la ley orgánica de desarrollo detalle un objetivo de estabilidad presupuestaria en función de las previsiones de evolución demográfica y económica a medio y largo plazo.

ajustaran por el ciclo. Análogamente el deterioro de los flujos presupuestarios asociados a las contracciones económicas, debidos por ejemplo al mayor gasto por prestaciones por desempleo, no afectan al componente estructural del déficit y reducen las necesidades de ajuste presupuestario. Además, el hecho de elevar a rango constitucional el límite del déficit puede mejorar la efectividad de la regla ya que dificulta su modificación. Sin embargo, el correcto diseño de ambas medidas deberá evaluarse tras el cierre del pacto fiscal europeo y de la ley de estabilidad presupuestaria estatal. Los detalles de su redacción son los que determinarán su eficacia, ya que es allí donde se establecerán los mecanismos correctores a seguir en caso de incumplimiento de las normas. Por otro lado, la inconcreción en la definición de las excepciones que permiten el rebasamiento del límite del déficit estructural y la demora de su entrada en vigor hasta 2020 dejan entrever algunas incógnitas respecto a su buen funcionamiento.

Un ejercicio interesante para tratar de analizar la efectividad de las nuevas reglas fiscales consiste en estimar su efecto en caso de haber estado vigentes durante el último ciclo expansivo. En el gráfico de la izquierda observamos la evolución del saldo público español entre 1998 y 2007. Como se aprecia, este no rebasó el límite del 3% del PIB recogido en el PEC y llegó a registrar importantes superávits durante los últimos tres años. En contraposición, la nueva regla definida sobre el déficit estructural solo se habría cumplido entre 2005 y 2007, lo que habría obligado a las administraciones públicas a realizar un esfuerzo mayor para no rebasar el déficit estructural del 0,4% del PIB. De forma similar, como muestra el gráfico de la derecha, el límite al gasto introducido en el marco presupuestario habría sido rebasado durante todos esos años. Según el Banco de España, el crecimiento del gasto público medio fue, en ese periodo, del 7,0% anual, frente al 4,6% que habría permitido esta regla fiscal.⁽³⁾

El uso de ambas reglas habría propiciado un menor gasto público entre 1998 y 2007, y habría forzado a las administraciones públicas a aprovechar los periodos expansivos para sanear sus cuentas. La tabla siguiente muestra el saldo presupuestario anual necesario para cumplir las nuevas reglas fiscales en el periodo analizado. Como se

¿QUÉ HUBIERA SUCEDIDO ENTRE 1998 Y 2007 CON LAS NUEVAS REGLAS FISCALES?

	Saldo público observado	Saldo necesario para cumplir con la regla (*)	
		Según límite al déficit estructural	Según límite al gasto público
1998	-3,0	-0,5	-2,3
1999	-1,2	0,1	0,8
2000	-1,0	0,6	-0,4
2001	-0,5	0,7	-0,2
2002	-0,2	0,3	0,4
2003	-0,4	0,0	0,8
2004	-0,1	0,0	1,1
2005	1,3	0,2	1,6
2006	2,4	0,5	3,1
2007	1,9	0,5	3,7

NOTA: (*) En negrita aquella regla que precisa de un mayor ajuste del saldo público para ser cumplida.

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

(3) Véase Banco de España (2011), «La reforma del marco fiscal en España: los límites constitucionales y la nueva regla de crecimiento del gasto público». *Boletín Económico*. Septiembre de 2011.

puede observar, el límite al déficit estructural habría sido la regla más restrictiva durante los primeros años. Así, en 2001, esta norma habría exigido un superávit estructural del 0,7% del PIB frente al déficit del 0,5% observado. A partir de entonces, sería la regla sobre el gasto la que habría obligado a una mayor contención presupuestaria. El efecto que la implementación de estas reglas habría tenido sobre la deuda pública no es despreciable. Esta se habría situado cerca del 25% del PIB al inicio de la crisis económica. Una cifra, 9,1 puntos porcentuales, inferior al mínimo de 2007, lo que habría otorgado un mayor margen de maniobra a los gestores públicos ante la crisis de deuda soberana.

En definitiva, tanto desde el punto de vista teórico como a través de un ejercicio hipotético, parece que el diseño de las nuevas reglas fiscales españolas está bien encaminado en su objetivo de asegurar la sostenibilidad de las cuentas públicas a largo plazo sin perder el carácter estabilizador de la política fiscal. Para ello, es de suma importancia que tanto el pacto fiscal europeo como la ley de estabilidad presupuestaria española que se aprobarán durante los próximos meses acaben de definir aspectos importantes para su correcto funcionamiento. Ello fortalecería las ataduras al mástil de la coherencia fiscal y permitiría continuar el viaje hacia la consolidación de las cuentas públicas españolas.

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

Ahorro y financiación

El sector privado mantiene su desapalancamiento

La financiación al sector privado residente en España se redujo en 2011. Esta contracción fue, en gran medida, resultado de la debilidad de la actividad económica y del profundo proceso de reestructuración llevada a cabo por el sistema bancario español. Todo ello en un contexto de elevadas tensiones en los mercados de financiación europeos. El año 2012 se inició con la suavización de estas turbulencias debido, básicamente, a la inyección de liquidez por parte del Banco Central Europeo (BCE) el diciembre pasado. Sin embargo, las previsiones para el año 2012 no auguran una recuperación del crédito.

En efecto, durante los tres primeros trimestres de 2011, el sector privado no financiero aceleró su proceso de desapalancamiento iniciado a mediados de 2010, con una reducción de su deuda superior a los 50.000 millones de euros. A pesar de ello, la ratio de deuda privada en relación con el producto interior bruto (PIB) se situaba en un nivel aún muy elevado, del 217,3%. Como consecuencia, se espera que el ajuste de este desequilibrio se mantenga durante los próximos años. Todo lo contrario de lo que sucederá con el comportamiento de la deuda del sector público que, debido a sus necesidades de financiación, seguirá aumentando paulatinamente.

El sector privado no financiero reduce su deuda en 50.000 millones de euros.

FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS (1)

Noviembre 2011

	Saldo	Variación año actual	Variación 12 meses	% participación
	Millones de euros	Millones de euros	% (2)	
Sector privado	2.147.183	-61.342	-2,1	75,0
Empresas no financieras	1.268.985	-40.976	-2,2	44,3
<i>Préstamos de entidades residentes (3)</i>	850.784	-46.691	-4,5	29,7
<i>Valores distintos de acciones</i>	65.467	4.520	6,0	2,3
<i>Préstamos del exterior</i>	352.734	1.195	2,5	12,3
Hogares (4)	878.197	-20.366	-2,1	30,7
<i>Préstamos para la vivienda (3)</i>	667.935	-12.024	-1,2	23,3
<i>Otros (3)</i>	207.194	-8.091	-5,0	7,2
<i>Préstamos del exterior</i>	3.068	-252	4,4	0,1
Administraciones públicas (5)	715.875	73.992	13,7	25,0
TOTAL	2.863.057	12.649	1,2	100,0

NOTAS: (1) Residentes en España.

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

(3) Incluyen préstamos titulizados fuera del balance bancario.

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

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

Los datos del mes de noviembre de 2011 mostraban una tendencia acorde con estas previsiones. Así, la financiación al sector privado se situaba un 2,1% por debajo del nivel registrado un año atrás. Esta caída afectaba de forma muy similar a los hogares y a las empresas no financieras. Por otro lado, si nos fijamos solamente en la variación del saldo vivo del crédito a los otros sectores residentes, este se contrajo un 2,9% interanual en noviembre.

Aunque en menor medida, la debilidad del crédito durante los últimos meses de 2011 también se hizo patente en el conjunto de la zona del euro, con un discreto crecimiento del 1,0% en noviembre. Ante esta situación, el BCE decidió proveer de liquidez suficiente al sector bancario europeo para que el crédito a los distintos agentes económicos volviera a fluir. En el caso español, como se observa en el gráfico siguiente, ello aumentó el recurso del sistema bancario al eurosistema hasta los 118.861 millones de euros, acercándose al máximo alcanzado en julio de 2010.

Si bien la intervención de la máxima autoridad monetaria europea permitió suavizar las tensiones en los mercados de financiación, existen dudas de que consiga dinamizar el saldo crediticio de 2012 en España. Las razones se centran principalmente en el menor pulso de la economía española y la nueva reforma del sector bancario que será aprobada, muy probablemente, durante el mes de febrero. Por lo que se refiere al primer factor, la contracción de la actividad económica, y el consecuente deterioro del mercado laboral español, reducirán la demanda solvente de crédito durante este año. Asimismo, también presionarán al alza la ratio de morosidad, que en noviembre ya representaba el 7,51% del total de la cartera crediticia española, nueve puntos básicos por encima de la ratio del mes anterior.

De forma similar a lo ocurrido durante los meses anteriores, el crédito inmobiliario se perfila como el principal responsable de este aumento de la morosidad. Dado que este componente representaba el 22,8% del

El crédito al sector privado no financiero se reduce un 2,9% interanual en diciembre.

La contracción económica y la nueva reforma del sector financiero debilitarán la evolución del crédito en 2012.

LOS PRÉSTAMOS DEL BCE AL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL SE ACERCARON A LOS NIVELES MÁXIMOS DE 2010

Recurso al eurosistema por parte del sector bancario español



FUENTE: Banco de España.

El Gobierno obligará a aumentar las provisiones para cubrir las pérdidas de la cartera inmobiliaria.

crédito total en septiembre, no es de extrañar que el riesgo inmobiliario sea considerado la principal amenaza para la solvencia del sector bancario español. Ante esta tesitura, el nuevo Gobierno prepara un nuevo plan que pretende eliminar todas las dudas sobre la salud de los balances de las entidades bancarias españolas. Las últimas informaciones descartan la creación de un «banco malo» que aglutine los activos inmobiliarios problemáticos del sector financiero. A cambio, parece que se apostará por endurecer las provisiones que deben realizar las entidades para cubrir las posibles pérdidas de su cartera inmobiliaria, especialmente aquellas referentes al suelo adjudicado. Estas provisiones reducirán los resultados de los ejercicios de 2011 y de 2012.

Nueva reducción de la tasa de ahorro de los hogares hasta el 12,0%.

Los depósitos bancarios intensifican su ritmo de caída

La tasa de ahorro de los hogares mantuvo, en el tercer trimestre de 2011, el perfil descendiente que inició un año y medio atrás, hasta situarse en el 12,0% de la renta disponible en términos acumulados de cuatro trimestres. Esta cifra se aleja del máximo de 2009, cuando el ahorro de precaución de las familias aumentó en más de cinco puntos porcentuales, hasta alcanzar el 18,5%. De hecho, este incremento intensificó la reducción del consumo privado en ese año y, por extensión, ahondó la contracción de la economía. Ante el nuevo deterioro de la actividad económica previsto para 2012, el comportamiento de la tasa de ahorro se convierte en una de las principales incógnitas por resolver.

A largo plazo, esta medida puede fortalecer la solvencia del sector bancario español sin requerir una importante intervención de la administración pública. Sin embargo, unas condiciones excesivamente estrictas también pueden afectar su capacidad crediticia. Además, es posible que las entidades con un mayor peso de activos inmobiliarios en sus balances se encuentren en dificultades para ampliar sus provisiones. Esto podría impulsar un nuevo proceso de reestructuración del sector bancario español.

Según nuestras previsiones, la tasa de ahorro mantendrá su senda de reducción durante los próximos trimestres, aunque a un ritmo significativamente menor. Ello permitirá suavizar la disminución del consumo privado. Los datos referentes a los pasivos de las entidades se alinean con este escenario. Así, los pasivos bancarios en manos de familias y empresas registraron una contracción interanual del 3,0% en el mes de noviembre, impulsada por el retroceso de los depósitos a plazo.

Los pasivos bancarios de empresas y familias se reducen un 3% interanual en noviembre.

PASIVOS DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO FRENTE A EMPRESAS Y FAMILIAS

Noviembre 2011

	Saldo	Variación año actual		Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%	
A la vista	263.937	2.171	0,8	11.891	4,7	19,3
De ahorro	198.708	-12.580	-6,0	-7.533	-3,7	14,6
A plazo	707.764	-35.884	-4,8	-29.994	-4,1	51,8
En moneda extranjera	16.882	-2.500	-12,9	-4.901	-22,5	1,2
Total depósitos	1.187.291	-48.793	-3,9	-30.537	-2,5	87,0
Resto del pasivo (*)	178.156	-24.856	-12,2	-11.500	-6,1	13,0
TOTAL	1.365.448	-73.649	-5,1	-42.037	-3,0	100,0

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

El análisis de la evolución de los depósitos de familias y empresas muestra un rápido deterioro a partir de junio de 2011. Los motivos de esta reducción son tres: en primer lugar, el estancamiento y la posterior contracción de la economía española a partir del tercer trimestre del año pasado. En segundo, la introducción de un decreto ley que limitaba la rentabilidad de los depósitos ofrecidos por las entidades bancarias. Como consecuencia, estas han utilizado otros instrumentos financieros exentos de esta limitación, como es el caso de los pagarés, para captar los fondos minoristas. Ya por último, destaca el intenso repunte de los tipos de interés de la deuda del Estado que atrajo, durante los últimos

meses de 2011, un importante volumen de pequeños inversores.

En clave de futuro, se espera que las subastas a tres años del BCE satisfagan las necesidades de liquidez de la banca europea y, en particular, la española. Ello reducirá la necesidad de financiarse a través de los depósitos minoristas y evitará un nuevo capítulo de intensas subidas de los tipos de interés. Además, el aumento del gravamen a las rentas del ahorro, entre 2 y 7 puntos porcentuales, introducido en el nuevo plan de ajuste del déficit público español, tampoco ayudará a la recuperación de los depósitos durante los próximos trimestres.

El aumento del gravamen a las rentas del ahorro no favorecerá la recuperación de los depósitos.

Estudios y Análisis Económico, "la Caixa"

Publicaciones

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

■ INFORME MENSUAL

Informe sobre la situación económica (disponible también en inglés)

■ ANUARIO ECONÓMICO DE ESPAÑA 2011

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

■ COLECCIÓN COMUNIDADES AUTÓNOMAS

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

■ 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"

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?** Alex Ruiz
20. **Inmigración y mercado laboral: antes y después de la recesión** Joan Elias
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
23. **Perspectivas de desapalancamiento en España** Oriol Aspachs-Bracons, Sandra Jódar-Rosell y Jordi Gual
24. **Los requisitos de capital de Basilea III y su impacto en el sector bancario** Jordi Gual

■ "la Caixa" ECONOMIC PAPERS

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

7. **Capital requirements under Basel III and their impact on the banking industry** Jordi Gual

■ DOCUMENTOS DE TRABAJO

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

01/2010. **The impact for Spain of the new banking regulations proposed by the Basel Committee** "la Caixa" Research Department

01/2011. **Crecimiento versus progreso** Jordi Gual

02/2011. **Sobrecalentamiento emergente: Causas, consecuencias y riesgos** Claudia Canals y Marta Noguer

03/2011. **School Dropout in Europe: Trends and Drivers** Maria Gutiérrez-Domènech

04/2011. **Nuevas regulaciones de capital en banca: una reflexión crítica** Jordi Gual

05/2011. **Offshoring and Intellectual Property Rights Reform** Claudia Canals y Fuat Sener

06/2011. **Turquía: ¿ajuste macroeconómico en año electoral?** Alex 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

11/2011. **¿Cuándo se recuperarán los precios de la vivienda en Estados Unidos?** Jordi Singla

■ 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 Elias
Adjunto a la Dirección
- Enric Fernández
Director de Economía Internacional
- Oriol Aspachs
Director de Economía Europea
- Avelino Hernández
Director de Mercados Financieros

INFORME MENSUAL

Febrero 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
TOTAL PRESUPUESTO	500



Informe Mensual edición iPad

La economía desde tu sofá

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

Más información en www.laCaixa.es/estudios

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

© Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona – "la Caixa", 2012

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

