

# Informe Mensual



## LA ENERGÍA EN EL SIGLO XXI

*La energía de China* Pág. 14

¿Qué repercusiones globales tendrán los cambios en el panorama energético chino?

*De Kioto a Durban: ¿qué quiere la Unión Europea?* Pág. 24

La Unión Europea lidera el esfuerzo por el cambio climático y se impone ambiciosos objetivos en política energética

*Objetivo renovables 2020: un mix complicado de regular* Pág. 48

Los múltiples objetivos y el cambio en el *mix* de generación complican la regulación del sector eléctrico

*¿Cómo reducir la costosa factura energética española?* Pág. 63

La eficiencia y un mayor autoabastecimiento, claves para reducir la dependencia energética

# Previsiones

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

	2010	2011	2012	2011				2012	
				I	II	III	IV	I	II
<b>ECONOMÍA INTERNACIONAL</b>									
Previsiones					Previsiones				
<b>Producto interior bruto</b>									
Estados Unidos	3,0	1,7	2,0	2,2	1,6	1,5	1,6	1,9	2,0
Japón	4,5	-0,9	1,6	-0,1	-1,7	-0,6	-1,0	1,3	2,2
Reino Unido	2,1	0,9	0,7	1,7	0,6	0,5	0,8	0,4	0,6
Zona del euro	1,8	1,5	-0,4	2,4	1,6	1,3	0,7	-0,3	-0,7
<i>Alemania</i>	3,6	3,1	0,5	4,6	2,9	2,7	2,0	0,8	0,6
<i>Francia</i>	1,4	1,7	0,1	2,2	1,6	1,5	1,4	0,3	0,4
<b>Precios de consumo</b>									
Estados Unidos	1,6	3,1	2,1	2,1	3,3	3,8	3,3	2,6	1,9
Japón	-0,7	-0,3	0,2	-0,6	-0,4	0,2	-0,3	-0,2	0,2
Reino Unido	3,3	4,5	2,7	4,1	4,4	4,7	4,7	3,6	2,9
Zona del euro	1,6	2,7	1,7	2,5	2,8	2,7	2,9	2,3	1,7
<i>Alemania</i>	1,1	2,3	1,9	2,1	2,3	2,4	2,4	2,1	1,9
<i>Francia</i>	1,5	2,1	1,9	1,8	2,1	2,1	2,4	2,3	1,9
<b>ECONOMÍA ESPAÑOLA</b>									
Previsiones					Previsiones				
<b>Agregados macroeconómicos</b>									
Consumo de los hogares	0,7	-0,1	-1,5	0,4	-0,3	0,5	-1,1	-1,2	-1,7
Consumo de las AAPP	0,2	-2,2	-6,2	0,6	-2,1	-3,6	-3,6	-6,8	-6,4
Formación bruta de capital fijo	-6,2	-5,1	-8,5	-4,9	-5,4	-4,0	-6,2	-8,8	-9,1
<i>Maquinaria y bienes de equipo</i>	5,5	1,6	-5,3	5,7	1,1	2,2	-2,7	-6,2	-5,6
<i>Construcción</i>	-10,1	-8,1	-10,0	-9,2	-8,1	-7,0	-8,2	-10,1	-10,9
Demanda nacional (contr. al $\Delta$ PIB)	-1,0	-1,8	-4,0	-0,8	-1,9	-1,4	-2,9	-4,2	-4,4
Exportación de bienes y servicios	13,5	9,1	0,5	13,1	8,8	9,2	5,2	2,0	1,1
Importación de bienes y servicios	8,9	-0,1	-9,3	6,0	-1,3	0,9	-5,9	-9,7	-9,5
<b>Producto interior bruto</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,7</b>	<b>-1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,5</b>	<b>-1,1</b>
<b>Otras variables</b>									
Empleo	-2,6	-1,9	-3,6	-1,4	-1,1	-1,9	-3,3	-3,3	-4,4
Tasa de paro (% población activa)	20,1	21,6	24,1	21,3	20,9	21,5	22,9	24,1	24,3
Índice de precios de consumo	1,8	3,2	1,6	3,5	3,5	3,1	2,8	1,9	1,5
Costes laborales unitarios	-2,6	-1,9		-2,0	-1,7	-1,5	-2,5		
Saldo operaciones corrientes (% PIB)	-4,5	-3,9	-2,1	-6,6	-3,2	-2,9	-2,8	-2,6	-2,0
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	-4,0	-3,4	-2,0	-6,1	-2,7	-2,4	-2,3	-2,1	-1,5
Saldo público (% PIB)	-9,3	-8,5	-5,5	-5,3	-9,9	-6,1	-12,8		
<b>MERCADOS FINANCIEROS</b>									
Previsiones					Previsiones				
<b>Tipos de interés internacionales</b>									
Fed Funds	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Repo BCE	1,0	1,3	1,0	1,0	1,3	1,5	1,3	1,0	1,0
Bonos EEUU 10 años	3,2	2,8	2,0	3,4	3,2	2,4	2,0	2,0	2,1
Bonos alemanes 10 años	2,8	2,6	2,0	3,2	3,1	2,3	2,0	1,9	2,0
<b>Tipos de cambio</b>									
\$/Euro	1,33	1,39	1,30	1,37	1,44	1,41	1,35	1,31	1,31

## Índice

### 1 Editorial

### 2 Resumen ejecutivo

### 6 Coyuntura internacional

6 Estados Unidos

11 Japón

12 China

### 14 *La energía de China*

16 Brasil

17 México

18 Materias primas

### 20 Unión Europea

20 Zona del euro

### 24 *De Kioto a Durban: ¿qué quiere la Unión Europea?*

26 Alemania

28 Francia

30 Italia

31 Reino Unido

33 Europa emergente

### 35 Mercados financieros

35 Mercados monetarios  
y de capital

### 44 Coyuntura española

44 Actividad económica

### 48 *Objetivo renovables 2020: un mix complicado de regular*

52 Mercado de trabajo

56 Precios

60 Sector exterior

### 63 *¿Cómo reducir la costosa factura energética española?*

66 Sector público

68 Ahorro y financiación

## La energía en el siglo XXI

El precio del petróleo vuelve a tirar hacia arriba en las últimas semanas de febrero. Ahora las causas son el crudo invierno de esta parte del hemisferio y las tensiones con Irán. En cualquier caso, lo cierto es que el precio de la gasolina en el surtidor alcanza máximos históricos. El desastre de Fukushima, tras el terremoto y el maremoto del año pasado, empieza a quedar atrás, pero sus efectos en la percepción del público sobre la energía nuclear difícilmente se borrarán en mucho tiempo. Los conflictos sobre el gas natural, en cuanto a seguridad del suministro y despliegue de los gasoductos, alcanzan niveles de cuestión diplomática. La pugna internacional sobre los efectos y la contención de las emisiones de gases contaminantes enfrenta a las grandes potencias. La política de estímulo a las energías renovables en España se ha convertido en una materia muy controvertida. ¿Alguien duda de que el sector energético constituye un asunto de alto voltaje?

La eficiencia del mercado y la seguridad en el suministro son las grandes preocupaciones tradicionales de los responsables de las políticas energéticas nacionales. A las que se une, en los países que deben importar la energía que consumen, la necesidad de reducir la dependencia exterior para evitar el peso de la misma sobre la balanza de pagos. A estas exigencias se suma, ahora, la reducción de las emisiones de gases de efecto invernadero en la generación de energía. Acertar con la política adecuada no es tarea fácil.

A nivel internacional se plantean dos grandes desafíos en las próximas décadas. El primero es atender la creciente demanda de energía de los países en desarrollo. El segundo, reducir las emisiones de gases de efecto invernadero para contener el cambio climático. Se trata de dos retos difíciles de cumplir a la vez, ya que el 87% de la energía que se consume en el mundo proviene de petróleo, carbón o gas natural, las fuentes contaminantes. Las energías «limpias» (hidroeléctrica, solar, eólica, etc.) no llegan al 8%, mientras que el resto es energía nuclear. El esfuerzo en la contención de las emisiones de carbono es importante en los países desarrollados. En el conjunto de los 34 que forman la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico las emisiones de dióxido de carbono se han mantenido estables en los últimos 10 años. Pero en los países en desarrollo las emisiones se han doblado en este mismo periodo. Mantener el crecimiento y el desarrollo de estos países sin aumentar las emisiones es complicado y muy caro. En la reciente cumbre sobre el cambio climático en Durban (Sudáfrica) se volvieron a poner de manifiesto las grandes resistencias que despiertan los intentos de limitar las emisiones, si bien cabe reseñar algunos avances.

España es muy deficitaria en energía, ya que la producción propia apenas cubre una cuarta parte del consumo total. Ello supone cada año una considerable factura por importaciones energéticas. Si del déficit corriente de 2011 (3,9% del producto interior bruto) restamos el saldo de la balanza energética, resulta que el saldo estaría prácticamente en equilibrio. España, siguiendo la estrategia acordada con el resto de países europeos, ha decidido que la reducción de la dependencia energética y de las emisiones contaminantes pase por una mayor participación de las energías renovables en la generación. Sin embargo, satisfacer este objetivo representa un cambio significativo en el *mix* de generación, cosa que, lejos de relajar la polémica, plantea mayores retos para la política regulatoria del sector en los próximos años. Sin duda, la controversia sobre muchos de los aspectos que rodean la política energética seguirá rodeando al sector durante mucho tiempo.

## RESUMEN EJECUTIVO

**Al foco de inestabilidad que supone la crisis de la deuda soberana europea se une ahora la subida del precio del petróleo.**

**Estados Unidos presenta un crecimiento aceptable y Japón tropieza en el cuarto trimestre.**

**En la zona del euro la actividad retrocede en la última parte de 2011.**

### **El año 2012 empieza en Europa bajo el signo de la recesión**

La economía mundial atraviesa un cierto bache debido al ya previsto retroceso de la economía europea en el cuarto trimestre de 2011 y a la no tan anticipada contracción del producto interior bruto (PIB) de Japón. Estados Unidos, por su parte, registró un crecimiento significativo, si no brillante, mientras que los emergentes mantienen su ritmo, algo más pausado que hace unos trimestres. El principal foco de inestabilidad sigue siendo la crisis de la deuda soberana europea, a la que se une ahora la reciente subida del precio del petróleo, resultado de la situación en Oriente Medio. En cambio, los principales bancos centrales han dado nuevas muestras de activismo frente a los riesgos de recesión o estancamiento, lo que ha favorecido una mejora del pulso de los mercados financieros.

En Estados Unidos, la recuperación gana en solidez, apoyada en un mercado laboral que está dejando atrás los presagios más lúgubres y en una política fiscal que, siendo 2012 año electoral, será más expansiva de lo que se venía anticipando. Sin embargo, el crecimiento que esperamos para el conjunto del año es del 2%, insuficiente para que el país pueda conjurar definitivamente los efectos de la crisis. El PIB repuntó en el cuarto trimestre para crecer un 0,7% intertrimestral, un 1,6% interanual, lo que deja el avance para el conjunto de 2011 en el 1,7%. Pese al repunte, un vistazo a los componentes del PIB muestra una imagen menos boyante de lo que sugiere el dato agregado. Primero, porque fue la reposición de existencias el componente que aportó más de la mitad del crecimiento. Y, segundo, por-

que el avance del consumo privado, que fue el principal motor de la actividad en la segunda mitad de 2011, se fundamentó más en la disminución de la tasa de ahorro que en una mejora de los ingresos, que avanzan con parsimonia. Y ello en un contexto en el que las familias todavía soportan una deuda bruta del 114% de su renta disponible.

En Japón, la reconstrucción después del *tsunami* de marzo se estanca. El PIB del cuarto trimestre retrocedió un 0,7% intertrimestral, un cambio abrupto si se compara con el crecimiento del 1,7% del tercer trimestre. Esto dejó el descenso interanual en el 1,0%, a la vez que hizo que la economía se contrajera un 0,9% para el conjunto de 2011. Este descenso, aunque mayor de lo esperado, no introduce cambios sustanciales en nuestra previsión de crecimiento para 2012, que se mantiene en el 1,6%, siempre bajo el supuesto de una recuperación de las exportaciones.

En China los indicadores correspondientes a los primeros compases de 2012 se hallan distorsionados por el efecto de las festividades del Año Nuevo, pero seguimos contemplando una expansión superior al 8% en 2012. Asia, en general, comienza a recuperarse de los efectos que sobre las cadenas de suministro han tenido las inundaciones de Tailandia.

En cuanto a la zona del euro, el avance del cuarto trimestre del PIB publicado por Eurostat señala una caída del 0,3% en relación con el trimestre anterior (crecimiento interanual del 0,7% en el conjunto del año). Se trata del primer descenso de la actividad desde el segundo trimestre de 2009. El retroceso probablemente continuará en este

primer trimestre de 2012, por lo que puede afirmarse que el área del euro ha entrado de nuevo en recesión, según la convención aceptada (dos trimestres consecutivos de retroceso). Por países, a finales de 2011 Italia, Países Bajos y Bélgica ya se hallaban en recesión, sumándose a Portugal. También puede ser este el caso de Irlanda y Dinamarca, si bien no se dispone de información del último trimestre para estos países. Como dato positivo, hay que señalar el crecimiento intertrimestral del 0,2% de Francia, superior a lo esperado, si bien no pudo compensar totalmente la reducción del 0,2% de Alemania.

Algunos indicadores apuntan a una estabilización del deterioro de la situación económica en la zona del euro en diciembre, como son las ventas minoristas, la confianza de los consumidores o las exportaciones. Es especialmente relevante la evolución de Alemania, principal economía de la eurozona, ya que en los últimos meses sus indicadores de clima económico se han revertido y apuntan a una estabilización o incluso a un leve crecimiento en el primer trimestre de 2012. De este modo, la economía alemana, a diferencia de otros países del área del euro, escaparía a la recesión, si bien no podrá sustraerse enteramente a la debilidad económica de la mayoría de sus socios comerciales europeos.

Varios factores confluyen en el debilitamiento de la actividad en la eurozona en la última parte de 2011. Uno de los más importantes, quizás el que más, es el nerviosismo que causa la persistencia de la crisis de la deuda pública de la eurozona, ahora ya por su tercer año. Una crisis que extiende la desconfianza sobre la capacidad de algunos Estados miembros de hacer frente a sus obligaciones pecuniarias, genera dudas sobre la solvencia del sector financiero en general y frena la circulación del crédito. El resultado es una ralentización del crecimiento, en un círculo vicioso de complicada salida. Los intentos de romper el círculo

y normalizar el funcionamiento de la economía y los mercados en la zona del euro no han sido muy exitosos hasta ahora.

Hay que señalar, sin embargo, la luz verde que el Eurogrupo dio al segundo rescate financiero de Grecia el 21 de febrero, que asciende a 130.000 millones de euros. El pacto se alcanzó tras la aprobación de un paquete de medidas de política económica por parte del Parlamento griego y tras obtener garantías de los líderes de la coalición de gobierno griega respecto a la implementación de las reformas tras las elecciones generales que se celebrarán en abril. Por otra parte, los acreedores privados y Grecia habrían llegado a un acuerdo para realizar una quita voluntaria de la deuda pública del 53,5% del valor nominal de los bonos griegos. El objetivo es rebajar la deuda griega desde el 164,0% del PIB previsto para 2011 hasta el 120,5% en 2020.

Los avances en la situación griega son importantes, pero el mayor esfuerzo de estabilización lo está desarrollando el Banco Central Europeo (BCE), que apuesta por una política monetaria expansiva para apoyar a la economía, a la vez que abastece de abundante liquidez al sistema financiero e incluso adquiere directamente deuda pública de los Estados sometidos a mayor presión. Como se ha señalado anteriormente, otros bancos centrales siguen esta línea, como la Reserva Federal de Estados Unidos, cuya estrategia es mantener los tipos de interés oficiales en el rango mínimo posible (0%-0,25%) hasta finales de 2014. Por su parte, el Banco de Inglaterra ha anunciado una ampliación de su programa de compra de activos hasta los 325.000 millones de libras esterlinas. En cuanto a los países emergentes, la mayoría de los bancos centrales han comenzado a dotar a sus políticas monetarias de un sesgo más expansivo, siendo la reducción de los tipos de interés el principal instrumento para llevar a cabo su propósito. El reciente repunte del precio del petróleo, al hilo de las

**Algunos indicadores apuntan a una estabilización del deterioro de la situación económica en la zona del euro.**

**El Eurogrupo aprueba un segundo rescate para Grecia.**

**El BCE apuesta por una política monetaria expansiva para apoyar a la economía.**

**El Gobierno aprueba un decreto de saneamiento del sistema financiero, destinado a disipar las dudas sobre la solvencia de la banca.**

**También aprueba un importante cambio en la regulación laboral.**

**La primera estimación oficial sobre el déficit público en 2011 confirma una sustancial desviación respecto al objetivo.**

tensiones en Oriente Medio, puede suponer un obstáculo en el diseño de esta estrategia de relajamiento.

La relativa mejora de la situación financiera en la eurozona ha permitido, entre otros, que el Tesoro español haya logrado colocar desde enero un tercio del total previsto de emisiones de deuda pública para 2012, a menor precio que en anteriores subastas y con una afluencia importante de inversores. La coyuntura actual también puede favorecer la aplicación del decreto aprobado a principios de febrero de saneamiento del sistema financiero. El principal objetivo del mismo es disipar las dudas sobre la solvencia de la banca ante el aumento de los activos inmobiliarios problemáticos en su balance. Para ello, se exige un incremento de la cobertura de la cartera inmobiliaria de las entidades bancarias, de manera que la dotación para cubrir las potenciales pérdidas de los activos inmobiliarios aumentará significativamente. Así, la cobertura se ampliará hasta el 80% en el caso del suelo, el 65% para las promociones en curso y el 35% para viviendas y promociones terminadas. Con este incremento, el sector bancario refuerza su solvencia ante eventuales caídas del precio de los activos inmobiliarios.

Otra acción importante del nuevo Gobierno ha sido la reforma del mercado laboral. Los cambios introducidos van en la dirección de eliminar rigideces en la aplicación de los convenios colectivos y de facilitar la flexibilización de las condiciones de trabajo dentro de la empresa con el fin de garantizar la supervivencia de la misma. La reforma acerca la legislación española a la vigente en la mayor parte de países de Europa continental y se espera que ayude a muchas empresas a adaptarse a la crisis, animando la contratación indefinida en el momento en que se alcance la recuperación.

El cambio en la regulación laboral era inexcusable ante una economía cuyo paro alcanzaba el 22,9% de la población activa en

enero, según Eurostat, y afecta a casi la mitad de la población joven, unas cifras que no tienen parangón en los países desarrollados. Sin embargo, no cabe esperar efectos inmediatos de la reforma en términos de empleo, debido a la fase recesiva en la que ha entrado la economía española. Según el Instituto Nacional de Estadística, el PIB se estancó en el tercer trimestre de 2011, cayó un 0,3% en el cuarto y todos los indicadores apuntan a que en este primer trimestre de 2012 el retroceso ha continuado. La recaída en recesión se explica por la debilidad de la demanda interna. Las familias frenan el consumo ante el deterioro del clima económico y la escalada del desempleo. Las empresas tratan de contener sus gastos corrientes y de inversión por las magras perspectivas de la demanda y por el endurecimiento de las condiciones crediticias. Cabe señalar el anuncio, a finales de febrero, de un mecanismo para liquidar los impagos de las entidades locales. Esta medida permitiría proporcionar una importante inyección de liquidez a las empresas proveedoras.

El sector público también está tratando de ajustar sus gastos ante la necesidad de sanear sus cuentas. Pese a que en 2011 el consumo público cayó más de un 2%, finalmente la primera estimación oficial sobre el déficit del conjunto de las administraciones públicas en 2011 asciende al 8,5% del PIB. Se trata de una mejora desde el déficit del 9,3% de 2010, pero queda apreciablemente lejos del objetivo del 6,0%. La desviación responde principalmente a una coyuntura macroeconómica mucho peor de lo esperado y a la dificultad de contener los gastos en partidas que tienen una inercia muy importante, si bien todavía se desconoce el detalle de las cuentas. Los presupuestos de 2012, todavía pendientes de presentación, deberán abordar un delicado equilibrio entre la ineludible contención del déficit y la necesidad de mantener la actividad en niveles aceptables.

28 de febrero de 2012

## CRONOLOGÍA

### 2011

<b>febrero</b>	<b>2</b> Firma del <b>Acuerdo Social y Económico</b> por parte del Gobierno, sindicatos y patronal, incluyendo la reforma de las pensiones. <b>18</b> El Gobierno aprueba un decreto ley que refuerza la solvencia de las <b>entidades de crédito</b> .
<b>marzo</b>	<b>25</b> Se aprueba el <b>Pacto por el Euro Plus</b> y se ponen las bases para el establecimiento del <b>Mecanismo Europeo de Estabilidad</b> en el Consejo Europeo.
<b>abril</b>	<b>7</b> El <b>Banco Central Europeo</b> sube el tipo de interés oficial al 1,25%.
<b>mayo</b>	<b>17</b> El Consejo de Ministros de Economía y Finanzas de la Unión Europea aprueba el plan de <b>ayuda financiera a Portugal</b> por un importe de 78.000 millones de euros. <b>22</b> Celebración de <b>elecciones</b> en trece comunidades autónomas y en los municipios.
<b>junio</b>	<b>10</b> El Gobierno aprueba un decreto ley por el que se <b>reforma la negociación colectiva</b> .
<b>julio</b>	<b>7</b> El <b>Banco Central Europeo</b> sube el tipo de interés oficial al 1,50%. <b>21</b> Los países de la zona del euro aprueban un segundo plan de <b>ayudas públicas a Grecia</b> entre otras medidas para gestionar la crisis de la deuda soberana.
<b>agosto</b>	<b>16</b> Los dirigentes de Alemania y Francia, Angela Merkel y Nicolas Sarkozy, proponen un <b>reforzamiento de las instituciones de la zona del euro</b> , con un conjunto de mecanismos para una mayor coordinación de la política económica. <b>19</b> El Gobierno aprueba un paquete de <b>medidas de política económica</b> , 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. <b>30</b> El Congreso aprueba reformar la Constitución para introducir el principio de <b>estabilidad presupuestaria</b> .
<b>septiembre</b>	<b>22</b> El Congreso de los Diputados convalida el real decreto ley 13/2011 que restablece el <b>impuesto sobre el patrimonio</b> para 2011 y 2012.
<b>octubre</b>	<b>26</b> La cumbre del euro acuerda lanzar un <b>nuevo programa de ayuda para Grecia</b> , con una quita del 50% de la deuda para los inversores privados, ampliar sustancialmente la capacidad financiera de la FEEF y subir la <b>ratio de capital de máxima calidad de los bancos</b> al 9%.
<b>noviembre</b>	<b>3</b> El <b>Banco Central Europeo</b> baja el tipo de interés oficial al 1,25%. <b>20</b> El Partido Popular gana las <b>elecciones generales</b> por mayoría absoluta.
<b>diciembre</b>	<b>8</b> El <b>Banco Central Europeo</b> 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. <b>9</b> La <b>Cumbre europea</b> sella un pacto para asegurar una <b>mayor disciplina fiscal</b> 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. <b>30</b> El Gobierno aprueba un paquete de <b>medidas de política económica</b> que incluye recortes de gastos y elevaciones de impuestos.

### 2012

<b>enero</b>	<b>25</b> Los agentes sociales firman un acuerdo de <b>moderación salarial</b> con vigencia de 2012 a 2014.
<b>febrero</b>	<b>3</b> El Gobierno aprueba un decreto ley de <b>saneamiento del sector financiero</b> . <b>10</b> El Gobierno aprueba un decreto ley de medidas urgentes para la <b>reforma del mercado laboral</b> .

## AGENDA

### Marzo

- 2** Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (febrero). Consejo Europeo.
- 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).

### Abril

- 3** Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (marzo).
- 4** Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 11** Índice de producción industrial (febrero).
- 13** IPC (marzo).
- 17** IPC armonizado de la UE (marzo).
- 18** Comercio exterior (febrero).
- 25** Precios industriales (marzo). Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 27** Encuesta de población activa (cuarto trimestre). Avance IPC (abril). PIB de Estados Unidos (primer trimestre).
- 30** Avance del PIB (primer trimestre). Balanza de pagos (febrero).

## COYUNTURA INTERNACIONAL

**Estados Unidos repunta en el cuarto trimestre, pero la previsión para 2012 sigue en el 2,0%.**

**El crecimiento se sustenta en un consumo que crece por encima de los ingresos y en el ciclo de existencias.**

### Estados Unidos: bien pero insuficiente

La recuperación gana en solidez, apoyada en un mercado laboral que está dejando atrás los presagios más lúgubres y en una política fiscal que, siendo 2012 año electoral, será más expansiva de lo que se venía anticipando. Sin embargo, el crecimiento del 2% que esperamos para el conjunto de 2012 es netamente insuficiente para que Estados Unidos pueda conjurar los efectos de la crisis.

El producto interior bruto (PIB) repuntó en el cuarto trimestre para crecer un 0,7% intertrimestral, un 1,6% interanual, que deja el avance para el conjunto de 2011 en el 1,7%. Pese al repunte, un vistazo a los componentes del PIB muestra una imagen

menos boyante de lo que sugiere el dato agregado. En primer lugar, la reposición de existencias, que aportó más de la mitad del crecimiento del PIB en términos absolutos, no tendrá continuidad en la primera mitad de 2012. En segundo lugar, el avance del consumo privado, que ha sido el principal motor de la actividad en la segunda mitad de 2011, debería ir a menos. Esta fuerza del consumo se ha fundamentado más en la disminución de la tasa de ahorro, que entre junio y noviembre bajó del 5,0% al 3,5% de la renta disponible, que en una mejora de los ingresos, que avanzan con parsimonia. Con la deuda bruta de los hogares en el 114,1% de su renta disponible, existe un límite a las apetencias consumistas de los hogares que ya se dejó sentir en diciembre, cuando la tasa de ahorro remontó hasta el 4,0%.

### ESTADOS UNIDOS: LA REACCIÓN CONSUMISTA PIERDE FUELLE

Ventas minoristas reales sin automóviles ni gasolina, variación interanual (\*)



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

FUENTES: Departamento de Comercio y elaboración propia.

## EVOLUCIÓN DEL PIB DE ESTADOS UNIDOS POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual en términos reales

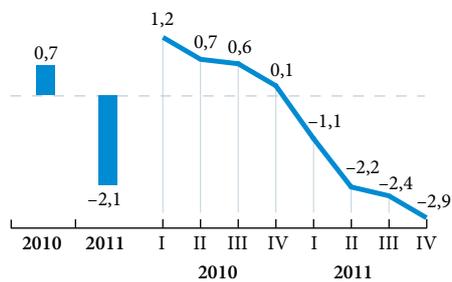
### PIB



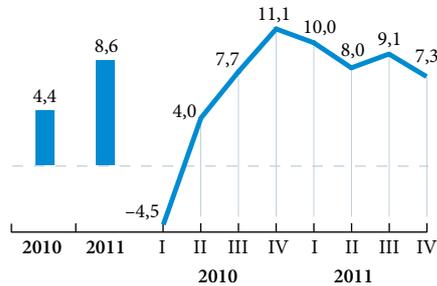
### Consumo privado



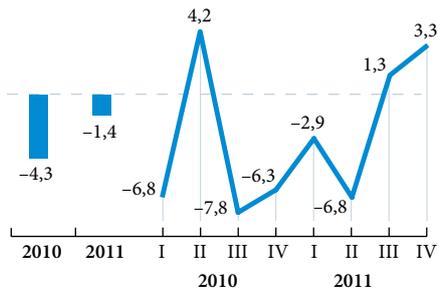
### Consumo público



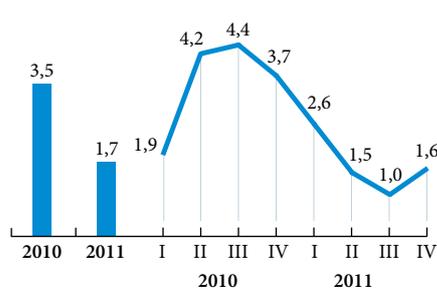
### Inversión no residencial



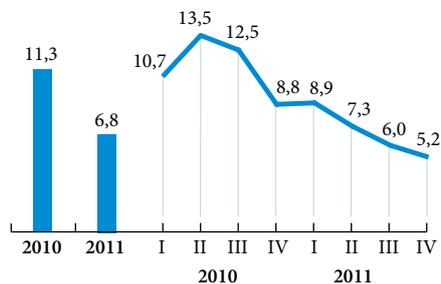
### Inversión residencial



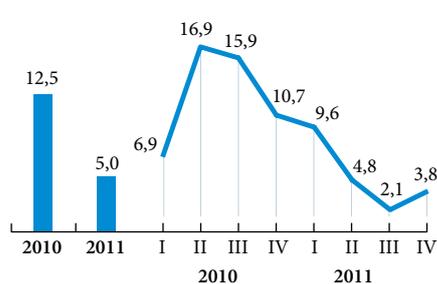
### Demanda interna



### Exportaciones de bienes y servicios



### Importaciones de bienes y servicios



FUENTES: Bureau of Economic Analysis y elaboración propia.

**Las ventas minoristas apuntan a una desaceleración del consumo privado.**

La desaceleración del comercio minorista es una buena muestra de esta mayor fragilidad. La campaña navideña ya fue peor que la de Acción de Gracias –noviembre–, a pesar de un aumento del crédito al consumo mientras que el dato de enero supuso una decepción. Las ventas minoristas tendenciales, sin coches ni gasolina, crecieron un 2,4% interanual en términos reales, que apenas es la mitad del ritmo al que se avanzaba en julio. Asimismo, la venta de automóviles reculó en enero, poniendo fin a una racha de cuatro meses de incrementos. La confianza de los consumidores de enero también mostró este patrón, con un ligero retroceso que pone fin a dos meses de fuertes subidas y que deja el índice netamente por debajo de su media histórica.

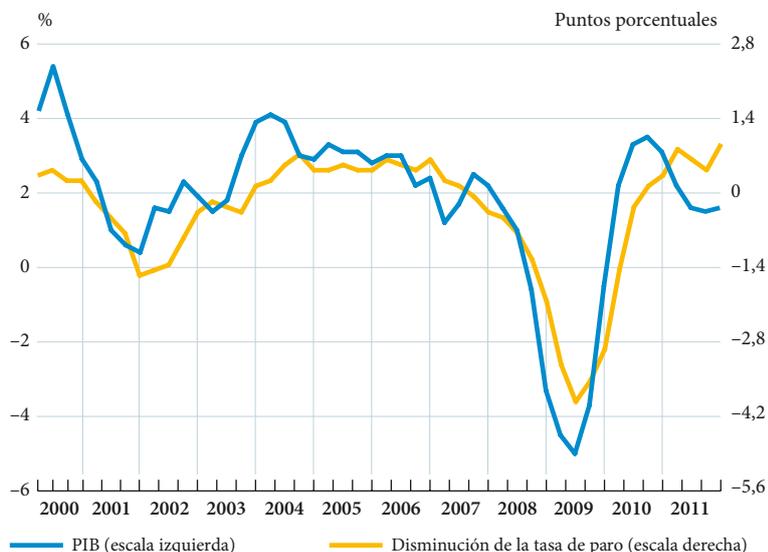
Los hogares obtienen un 64,8% de sus ingresos a partir de los rendimientos del trabajo. En este sentido, el mercado laboral se ha recuperado significativamente por encima de lo que se esperaba, pero la mejora no está generando incrementos salariales que aúpen los ingresos, y es que el trecho

pendiente es muy largo. En enero se crearon 243.000 nuevos puestos de trabajo que llevaron el total de empleos recuperados desde marzo de 2010 hasta 3,2 millones. Con ello, quedan por crear otros 5,6 millones de empleos para igualar lo que se perdió durante la crisis lo que, de mantenerse el buen ritmo de enero, significa cerca de dos años. A ello hay que añadir los 8 millones de subempleados y la elevada proporción de parados de larga duración, que entorpecerán la recuperación. Mención especial merece la inesperada mejora de la tasa de paro. Históricamente, el paro empezaba a reducirse cuando el crecimiento del PIB superaba el 2,5%. Pero el paro de enero se situó en el 8,3%, ocho décimas porcentuales por debajo del nivel del mismo periodo del año anterior, a pesar del bajo crecimiento, ayudado por una menor tasa de participación en el mercado laboral. Esto implica que los recursos ociosos serían entonces menores de lo que se esperaba y eso habría ayudado a la reducción de la tasa de desempleo.

**El mercado laboral confirma sus mejoras con una tasa de paro en el 8,3%, pero queda mucho por recorrer.**

#### ESTADOS UNIDOS: EL PARO DISMINUYE CON UN CRECIMIENTO BAJO

PIB y tasa de paro. Variación interanual



FUENTES: BEA, BLS y elaboración propia.

En el apartado inversor, la construcción creció un 2,6% intertrimestral, pero el sector de la vivienda todavía sigue sin salir del túnel. La iniciación de viviendas de enero rozó las 700.000, en términos anuales, una mejora y que coincide con un sentimiento más optimista de los promotores, pero la sobreoferta lastra la recuperación y los precios siguen a la baja. Administración y bancos acordaron que estos transfiriesen 40.000 millones de dólares en concepto de refinanciaciones y reducción del principal hipotecario a hogares cuya deuda supere el valor de su vivienda. La demanda del sector debería beneficiarse pero la cuantía es insuficiente ya que la deuda agregada de estos hogares supera en 700.000 millones de dólares el valor estimado de sus viviendas.

Por su parte, la inversión en equipo se desaceleró en el cuarto trimestre. La inversión seguirá creciendo en 2012 pero sin recuperar la fuerza del tercer trimestre. Los índices de sentimiento empresarial del Insti-

tute of Supply Management (ISM) de manufacturas y de servicios han venido mejorando en los últimos meses, instalándose en el nivel de los 54,1 puntos en el caso de las manufacturas y en los 59,5 puntos para los servicios, unas lecturas que se corresponden con ritmos de crecimiento económico superiores al 3,0%. Esta mejora de expectativas también es coherente con los resultados empresariales. Los beneficios de las empresas no financieras generados en Estados Unidos subieron un 11,6% interanual en el tercer trimestre y en los primeros nueve meses de 2011 pasaron del 6,6% al 7,2% del PIB. Sin embargo, para el cuarto trimestre de 2011 se espera que ese avance se reduzca a la mitad, lo que hace improbable una reacción alcista de la inversión.

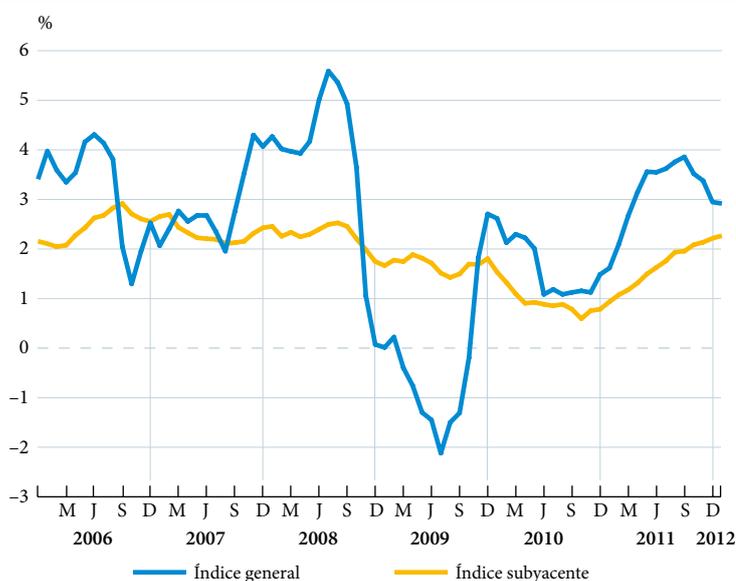
La lentitud de la recuperación hace que la Reserva Federal opte por la cautela. La inflación siguió retrasando su esperada moderación. El índice de precios al consumo

**La vivienda mejora pero, aquejada de sobreoferta, será el sector que más tarde en recuperarse.**

**La inversión en equipo y los beneficios empresariales se muestran boyantes, pero la perspectiva es de ralentización.**

## ESTADOS UNIDOS: UN IPC QUE NO ESPANTA

Variación interanual de componentes del índice de precios al consumo general y subyacente (\*)



NOTA: (\*) El índice subyacente excluye alimentos y energía.  
FUENTES: Departamento de Trabajo y elaboración propia.

**El IPC subió un 2,9% y el subyacente un 2,3%. 2012 verá una moderación algo menor de lo anticipado.**

**La política fiscal de 2012, año electoral, será ligeramente más expansiva de lo esperado.**

**La evolución del saldo comercial se verá afectada por las fortunas de Europa y del precio del petróleo.**

(IPC) de enero subió un 2,9% interanual –3,0% en diciembre– mientras que el índice subyacente, que excluye los precios energéticos y los de alimentación, subió un 2,3% interanual, algo por encima de lo que se esperaba, apoyado en alquileres imputados de la vivienda, vestido y ocio. Una tasa de desempleo y unos recursos ociosos menores y un petróleo persistentemente caro podrían hacer que la inflación se moderase con una mayor parsimonia de lo que se anticipaba. Por ello, la Fed ha congelado momentáneamente una tercera expansión cuantitativa. Sin embargo, los riesgos de un crecimiento insuficiente se siguen percibiendo como más acuciantes que los inflacionistas, tal como lo demuestra el acuerdo casi unánime de mantener en mínimos el tipo de interés de referencia hasta 2014.

Otro apoyo al crecimiento vendrá por el lado de la política fiscal. 2012 será un año electoral y ello hará que la consolidación fiscal se retrase algo más de lo que se esperaba, con una mayor propensión de los dos

grandes partidos a emprender políticas expansivas. Así, el déficit de las administraciones públicas, que en 2011 se estima en un 9,6% del PIB, difícilmente bajará del 8,0% en 2012, con una deuda pública que debería encaramarse al 105% del PIB. La primera muestra de esta laxitud fue la aprobación del miniestímulo, que es como se denomina la extensión hasta final de 2012 de las rebajas fiscales sobre las nóminas y de la cobertura de desempleo. Lo primero supondrá 1.000 dólares de ayuda a las familias con ingresos menores de 50.000 dólares anuales, lo que traerá un gasto gubernamental adicional de 100.000 millones de dólares; la segunda añadirá otros 30.000 millones. El acuerdo fue más fácil que la norma de 2011, con un partido republicano que no pidió contrapartidas de reducción de otros gastos.

Por lo que respecta al sector exterior, la debilidad de los principales socios comerciales, en especial los europeos, y la recuperación de la demanda interna tiran al

## ESTADOS UNIDOS: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2010	2011	2011				2012
			I	II	III	IV	Enero
PIB real	3,0	1,7	2,2	1,6	1,5	1,6	–
Ventas al por menor	6,4	7,7	8,2	7,8	8,0	6,9	5,8
Confianza del consumidor (1)	54,5	58,1	66,9	61,8	50,3	53,6	61,1
Producción industrial	5,3	4,2	5,4	3,8	3,7	3,9	3,4
Índice actividad manufacturera (ISM) (1)	57,3	55,2	59,8	56,6	52,1	52,4	54,1
Viviendas iniciadas	5,6	4,4	–5,3	–4,9	5,3	24,9	9,9
Tasa de paro (2)	9,6	9,0	9,0	9,0	9,1	8,7	8,3
Precios de consumo	1,6	3,2	2,1	3,4	3,8	3,3	2,9
Balanza comercial (3)	–500,0	–558,0	–519,5	–534,3	–537,9	–558,0	...
Tipo de interés interbancario 3 meses (1)	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,5	0,5
Tipo de cambio efectivo nominal (4)	75,4	70,9	71,9	69,6	69,8	72,4	73,4

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.

alza del desequilibrio comercial. El déficit comercial de bienes y servicios de diciembre volvió a aumentar hasta los 48.800 millones de dólares. Las exportaciones tuvieron un leve repunte que no alteró su tendencia de desaceleración. A corto plazo, el déficit comercial seguirá evolucionando al alza por el mayor crecimiento de la economía estadounidense pero con una contribución del petróleo y sus derivados que es del 55,2%, su evolución estará ligada a un precio del crudo que, por ahora, se resiste a bajar.

### Japón: ligados a unas exportaciones menguantes

La reconstrucción japonesa después del *tsunami* de marzo se estanca. El PIB del cuarto trimestre retrocedió un 0,7% intertrimestral, un cambio abrupto si se compara con el crecimiento del 1,7% del tercer trimestre. Esto dejó el descenso interanual en el 1,0%, a la vez que hizo que la

economía se contrajera un 0,9% para el conjunto de 2011. Este descenso, aunque mayor de lo esperado, no introduce, empero, cambios sustanciales en la previsión para 2012, que se queda en un crecimiento del 1,6%.

La falta de tono de la demanda interna deja el protagonismo del crecimiento a las exportaciones. Las ventas al exterior, que pasaron de crecer un 8,6% intertrimestral en el tercer trimestre a descender un 3,1% en el cuarto, explican por sí solas cuatro quintas partes del deterioro de la economía nipona en el último trimestre de 2011. En parte, esta evolución se explica por el efecto de las inundaciones tailandesas, que debería empezar a revertir en los próximos meses.

Así, los pedidos de maquinaria privados del cuarto trimestre avanzaron un 10,0% intertrimestral, lo que indica una continuidad de la fuerza inversora, que ya fue el componente que más robusto se mostró

**Japón retrocede un 0,7% en el cuarto trimestre pero se espera que crezca un 1,6% en 2012.**

**El bajón se explica por la caída de las exportaciones, afectadas por el yen fuerte y los costes energéticos.**

## JAPÓN: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2010	2011	2011				2012
			I	II	III	IV	Enero
PIB real	4,5	-0,9	-0,1	-1,7	-0,6	-1,0	-
Ventas al por menor	2,5	-1,2	-3,0	-1,7	-1,0	0,8	...
Producción industrial	16,6	-3,5	-2,5	-7,0	-2,0	-2,3	...
Índice de actividad empresarial (Tankan) (1)	0,0	-1,3	6,0	-9,0	2,0	-4,0	-
Viviendas iniciadas	2,7	2,6	2,9	4,6	8,0	-4,8	...
Tasa de paro (2)	5,1	4,6	4,7	4,6	4,4	4,5	...
Precios de consumo	-0,7	-0,3	-0,5	-0,4	0,1	-0,3	...
Balanza comercial (3)	7,9	-1,6	6,5	3,4	1,3	-1,6	...
Tipo interbancario 3 meses (4)	0,39	0,34	0,34	0,34	0,3	0,3	0,3
Tipo de cambio efectivo nominal (5)	106,0	113,5	110,6	109,3	115,5	118,6	120,9

NOTAS: (1) Valor del índice.

(2) Porcentaje sobre población activa.

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

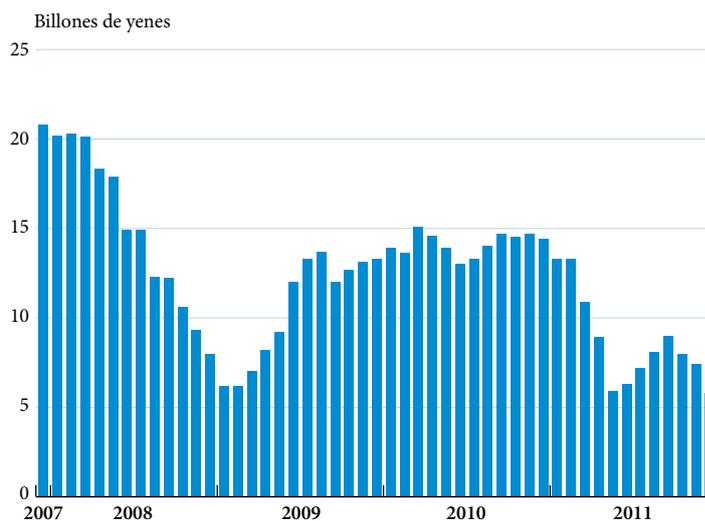
(4) Porcentaje.

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

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

## JAPÓN: UN SALDO DECRECIENTE QUE DEBE SEGUIR EN POSITIVO

Saldo por cuenta corriente. Datos mensuales en términos anuales (\*)



NOTA: (\*) Media móvil de tres meses.

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

**La industria exportadora debería recuperarse en 2012, pero los riesgos son a la baja.**

en las últimas cuentas nacionales. Asimismo, la mayor parte de esta reacción alcista de los pedidos de maquinaria estuvo en los de empresas exportadoras. Adicionalmente, la producción industrial de diciembre repuntó, así como las ventas de automóviles de enero.

Sin embargo, los riesgos de este escenario están sesgados a la baja. El índice Tankan de sentimiento empresarial para grandes empresas manufactureras del cuarto trimestre descendió, reflejando la preocupación empresarial por la erosión de competitividad que suponen los costes energéticos y la fortaleza del yen. La balanza comercial de enero volvió a ser negativa, aquejada por el leve descenso de las exportaciones y unas importaciones hinchadas por las carencias energéticas heredadas de la crisis nuclear de Fukushima. La recuperación de la balanza comercial no solo es crucial por su aportación al crecimiento sino porque mantiene el superávit de la balanza por cuenta corriente. En una economía cuya deuda pública bruta asciende al 230% del PIB, y que para 2012

presentó un presupuesto expansivo que implica más endeudamiento, la estabilidad radica en que la deuda pública siga estando en manos de los hogares japoneses. Un déficit por cuenta corriente implicaría una necesidad de financiación externa que introduciría volatilidad en la deuda soberana. Esto no ha pasado pero se acerca. La balanza por cuenta corriente del último trimestre del año arrojó un superávit de 5,8 billones de yenes, un 1,2% del PIB que queda muy por debajo del 3,0% del mismo periodo del año anterior.

Por su parte, el IPC se estancó en diciembre, presentando un retroceso del 0,2% interanual mientras que el IPC subyacente, el general sin energía ni alimentos, dio otro paso atrás bajando un 1,1% interanual.

### China: desaceleración suave con riesgos a la baja

China se desacelerará en 2012, pero probablemente mantendrá su crecimiento por encima del 8,0%, que es la tasa que garan-

**El superávit corriente se reduce y persiste la deflación.**

tiza la estabilidad a los ojos del gobierno de Pekín. Los riesgos son, empero, a la baja y es por ello que la prioridad de garantizar un aterrizaje suave pasará por delante del control de la inflación en 2012. Una buena prueba de este sesgo es la rebaja del coeficiente de caja del 21,0% al 20,5% que efectuó el banco central de China el pasado 19 de febrero, aun coincidiendo con la publicación de la subida de la inflación de enero.

El IPC de enero aumentó un 4,5% interanual, interrumpiendo una serie de cinco meses de descensos. Un repunte causado por la celebración del Año Nuevo chino, que ejerció una presión puntual sobre el IPC de alimentación –más de un tercio del índice general– que subió un 10,5% interanual. Por su parte, el índice subyacente se mantuvo en un moderado incremento del 1,6% interanual que deja margen para políticas expansivas. Si bien la inflación no debería ser un problema en 2012, la tendencia a medio y largo plazo apunta al alza. La transferencia de mano de obra barata del campo a la ciudad muestra síntomas de agotamiento, y la proporción de jóvenes de entre 15 y 24 años es relativamente baja, lo que debería ejercer un presión alcista sobre los costes laborales en los próximos años.

Otro indicador afectado por el Año Nuevo chino fue la balanza comercial. El superávit de enero fue de 27.278 millones de dólares, un 65,1% por encima del registro de diciembre que, empero, no debería romper la tendencia bajista. El repunte se debió al descenso del 15,3% interanual de las importaciones, afectadas por el menor número de días laborables –17 en enero frente a 22 en diciembre–. Sin embargo, la importación de cobre y de petróleo, dos materias primas clave cuya demanda es un fiel indicador de la robustez de la actividad china, fue al alza. Esto muestra que el crecimiento chino tiene un fondo de resistencia, aunque la verdadera medida del sector exterior viene dada por el retroceso del 0,4% interanual de las exportaciones, más ligadas a la demanda global, cuyo peso en el PIB de 2011 fue del 25,2%, lejos del 30,1% de 2008, antes de la llegada de la crisis.

Los mayores riesgos del escenario central de desaceleración moderada para 2012 siguen estando en el lado de la inversión. En primer lugar, continúa la debilidad del sector inmobiliario, que representa un 13,0% del PIB. En segundo lugar, está el problema de la asignación de capital en una economía donde la inversión repre-

**China espera mantener el crecimiento por encima del 8,0% en 2012.**

**La inflación repunta al 4,5%, por el efecto del Año Nuevo chino.**

**El sector exterior sigue perdiendo fuerza, pero las importaciones de cobre y petróleo siguen al alza.**

## CHINA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2010	2011	2011				2012
			I	II	III	IV	Enero
PIB real	10,4	9,2	9,7	9,5	9,1	8,9	
Producción industrial	15,3	13,8	14,5	13,9	13,8	12,8	...
Producción eléctrica	14,7	11,0	12,1	12,0	10,8	8,9	...
Precios de consumo	3,3	5,4	5,1	5,7	6,3	4,6	4,5
Balanza comercial (*)	184,0	157,3	167,8	173,2	170,9	157,3	178,7
Tipo de interés de referencia (**)	5,39	6,35	6,06	6,31	6,56	6,56	6,56
Renminbi por dólar	6,8	6,5	6,6	6,5	6,5	6,3	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.

## CHINA: COBRE, SE NECESITA MUCHO COBRE

Importaciones de cobre (\*)



NOTA: (\*) Base 100 = promedio de 2008.

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

### Dos riesgos: el frenazo inmobiliario y los créditos a los conglomerados estatales.

senta la mitad del PIB. El tamaño del crédito en términos de PIB está en China muy por encima del de otras economías de una renta per capita similar, según el Fondo Monetario Internacional. El crédito a las empresas no financieras llegó al 98,0% del PIB con un marcado sesgo hacia los conglomerados estatales, con mayores facilidades crediticias pero menor eficiencia. La sustitución de la inversión por el consu-

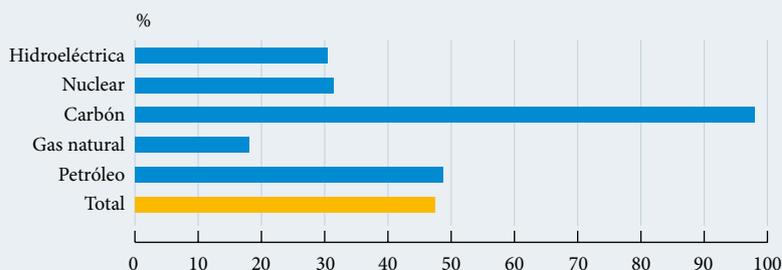
mo privado sigue siendo el gran reto para los próximos años. El punto de partida es bajo, el consumo no alcanza el 40% del PIB, pero el crédito a los hogares alcanzó el 28,5% del PIB en diciembre de 2011, cuando a finales de 2009 estaba en el 22,9%, y las ventas minoristas de bienes de consumo de diciembre subieron un 18,1% interanual, por encima del conjunto de la economía.

## La energía de China

De entre las economías grandes, China es la que más crece en la actualidad. Este crecimiento está muy sesgado hacia la industria pesada, lo que implica un elevado consumo de materias primas y de energía. Así, mientras que el PIB de China –en términos de paridad del poder adquisitivo– representó un 11,7% del total mundial en 2008, su consumo energético alcanzó el 17,1% del total. Las previsiones para 2015 de la estadounidense Energy Information Administration (EIA) aumentan estos porcentajes hasta el 15,9% y el 21,7%, respectivamente, con un consumo energético que ya supera al de Estados Unidos. El peso en términos de crecimiento es aún mayor. China contribuirá un 31,5% al crecimiento económico global y en un 55,2% del incremento de las necesidades energéticas mundiales entre 2008 y 2015. Estas magnitudes hacen que los cambios que sucedan en el mapa energético chino tengan una profunda influencia en el panorama energético global.

## CHINA: UNA APETENCIA ENERGÉTICA CASI ILIMITADA

Contribución de China al crecimiento mundial del consumo energético en 2008-2020 (\*)



NOTA: (\*) Porcentaje del crecimiento mundial esperado en el periodo.

FUENTES: US Energy Information Administration y elaboración propia.

### Presente

Los tres rasgos más sobresalientes de la estructura energética de China en la actualidad son la alta intensidad energética, la dependencia del carbón y unas importaciones crecientes de petróleo. La preponderancia de la industria pesada hace que la economía china tenga una alta intensidad energética. Para generar un dólar de producto interior bruto de 2008, en términos de paridad del poder adquisitivo, China tuvo que consumir 11,2 Btu (British thermal unit), muy por encima de las 7,7 de la media mundial, las 7,6 de Estados Unidos y las 5,5 de Europa occidental. La comparación con las 7,1 Btu de Brasil y las 6,6 de la India es especialmente significativa. Por otro lado, esta alta intensidad energética contribuye a hacer de China la nación más contaminante del planeta. China fue responsable del 22,5% de las emisiones mundiales de dióxido de carbono en 2008, por encima del 19,3% de Estados Unidos, el otro gran emisor, y muy lejos del 5,5% de Rusia, del 4,8% de India y del 1,4% de Brasil. A la alta intensidad energética se le añade la dependencia de una fuente de energía relativamente contaminante como el carbón. Por cada Btu consumido, China emite un 30% más de dióxido de carbono que el promedio mundial. La comparación con Brasil, que emite un 60% menos por Btu consumido, es significativa. El 47,2% de la energía que consume Brasil es de origen hidroeléctrico, gracias a una geografía ventajosa con importantes caudales de aguas interiores.

En lo referente a la dependencia del carbón, en 2008 esta fuente energética nutría un 70% de las necesidades energéticas chinas, el petróleo un 19%, la energía hidroeléctrica un 6%, el gas natural un 3% y la energía nuclear menos del 1%. En comparación, el carbón solo representa un 42% del consumo energético de la India, la otra gran economía emergente de Asia, y un 22% de Estados Unidos. Muy lejos queda el 5% de Brasil. China consume cerca de la mitad del carbón mundial. Hasta 2000 China era capaz de producir la práctica totalidad del carbón que consumía pero el rápido crecimiento de su economía, en especial de su industria pesada, hizo aflorar las limitaciones de la producción nacional, muy fragmentada en pequeñas explotaciones. De aquí que las importaciones de carbón se hayan disparado desde 2000, llegando a 183 millones de toneladas métricas en 2011, un 5% del consumo total chino.

Mención especial merece el creciente consumo de petróleo. China consumió 8,3 millones de barriles diarios en 2009 (un 10% del total global), de los que 4,3 millones fueron importados. Las estimaciones para 2011 apuntan a un crecimiento mínimo de la producción, que pasará de 4,0 a 4,2 millones de barriles diarios, mientras que el consumo alcanzará los 9,6 millones, un incremento que hará que China contribuya en un 37,0% al aumento de la demanda global de petróleo entre 2009 y 2011. Las proyecciones de consumo de petróleo para 2015 indican que el incremento de la demanda china podría superar al incremento esperado del resto del mundo entre 2008 y 2015 según la EIA.

## Cambios

La excesiva dependencia del petróleo importado junto con la alta intensidad energética y la dependencia del carbón, que generan problemas de eficiencia y de polución, obligan a realizar cambios. El desarrollo chino reciente es un venir de lejos para continuar mucho más allá. Las autoridades chinas son conscientes de las deficiencias de la situación actual. Los dos grandes objetivos de la política energética son reducir la dependencia del carbón y de las importaciones de petróleo. Para ello se están realizando grandes inversiones en infraestructuras y una liberalización de los precios energéticos. El complejo hidroeléctrico de las Tres Gargantas del Yangtze debería empezar a dar rendimientos en 2012. Asimismo, existen fuertes inversiones para potenciar el gas natural y mejorar la extracción de carbón. El carbón debería bajar su aportación hasta el 60% del consumo nacional en 2020, siendo sustituido paulatinamente por la energía hidroeléctrica y el gas natural que, combinados, pasarían a abastecer cerca del 20% del consumo nacional de energía primaria.

Respecto al petróleo, el objetivo no es tanto variar su peso en el consumo nacional, que debería permanecer cerca del 20% del total hasta 2020, sino impulsar la producción doméstica frente a las importaciones. Mientras que viejas infraestructuras terrestres como las de Daqing y Shengli irán a menos, el esfuerzo inversor se centrará en explotaciones marinas como las de la bahía de Bohai y las del mar de la China Meridional. También se potenciarán los yacimientos descubiertos en Xinjiang, Sichuan, Gansu y Mongolia Interior.

Las inversiones y la liberalización de precios, junto con la terciarización del tejido productivo, con un mayor peso de los servicios, deberían reducir la intensidad energética de China, que se acercaría a la media mundial en 2020, según las estimaciones de la EIA. Esto, unido al menor peso del carbón, debería traer una reducción del 10% de las emisiones de dióxido de carbono por Btu consumido. Esta mayor eficiencia no impedirá, empero, que las emisiones de dióxido de carbono chinas se acerquen al 30% del total mundial en 2020 por el mayor crecimiento de su economía.

## Influencia en el mercado mundial

Las previsiones siempre son enmendadas por la realidad, pero en cualquier escenario que se dé en el panorama energético, la influencia de China será grande. Según la EIA, el consumo energético mundial crecerá a una tasa anual promedio del 1,7% hasta 2020. En el caso de China, la tasa prevista llega al 4,2%. La medida en que estas necesidades crecientes de China se satisfagan de manera interna tendrá una profunda influencia en los precios energéticos globales y, en especial, en el precio del petróleo.

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

### La inflación brasileña prosigue su senda de moderación.

#### Brasil: *déjà vu*?

La inflación brasileña volvió a subir en enero respecto al mes anterior –el arranque de los costes de transporte y vivienda contrarrestó los menores precios alimentarios– pero retrocedió, en cifra interanual, hasta el 6,2%. El repunte intermen-

sual se estima puntual y esperamos que la tasa de inflación siga moderándose a lo largo de 2012 a pesar de que el giro expansivo que dieron las políticas económicas en el último tramo de 2011 la mantendrá por encima de la meta central del rango objetivo (4,5%). Dicha previsión presupone un escenario en el que el crecimiento de

## BRASIL: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2010	2011	2011				2012
			I	II	III	IV	Enero
PIB real	7,5	...	4,1	3,2	2,2	...	-
Producción industrial	10,6	0,3	2,5	0,6	0,1	-1,7	...
Confianza del consumidor (*)	159,7	156,4	161,8	155,4	153,3	155,2	158,3
Tasa de paro (**)	6,7	6,0	6,3	6,3	6,0	5,2	5,5
Precios de consumo	5,0	6,6	6,1	6,6	7,1	6,7	6,2
Balanza comercial (***)	20,1	29,8	22,4	25,2	30,5	29,8	28,1
Tipo de interés SELIC (%)	10,00	11,79	11,75	12,25	12,00	11,00	10,50
Reales por dólar (*)	1,78	1,63	1,63	1,56	1,88	1,86	1,75

NOTAS: (\*) Valor.

(\*\*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

la economía brasileña en 2012 –que estimamos en torno al 3,0%– será inferior al de 2011 debido, fundamentalmente, al tono de moderación global.

La huella externa no solo se percibe vía crecimiento sino también vía tipo de cambio. Tal y como ya ocurrió en la primera mitad de 2011, la abundante liquidez derivada de las expansiones cuantitativas de las economías avanzadas combinada con un retroceso de la aversión al riesgo se ha traducido en un notable aumento de los flujos de capital hacia Brasil y, en consecuencia, en una notable apreciación del real. Tras depreciarse un 13% entre septiembre y diciembre de 2011, el real se fortaleció un 5% en enero y, descartando un escenario dramático en la eurozona, podemos anticipar que las presiones apreciadoras se mantengan.

Ante dicha situación, el ministro de Finanzas brasileño, Guido Mantega, ya ha declarado que se reaviva la amenaza de una guerra de divisas y que las autoridades económicas brasileñas están dispuestas y preparadas para defender una indeseada apreciación de su moneda. La primera muestra de ello la ha dado el Banco Cen-

tral de Brasil que volvió a intervenir, a través de una subasta de compra de dólares en el mercado al contado, para evitar que la cotización rompiera la barrera de los 1,70 reales por dólar.

### México: moderada moderación

A pesar de la ralentización del ritmo de avance global, y en especial de las economías avanzadas, la economía mexicana mantuvo admirablemente el tono en 2011. El crecimiento para el conjunto del año se situó en el 3,9%, por debajo del 5,5% de 2010 pero por encima de lo que muchos analistas pronosticaban a mediados del ejercicio. Ello certifica la consolidación de la recuperación mexicana, que se ha fundado en la robustez de la demanda externa y en la paulatina remontada del gasto doméstico, impulsada por una mayor confianza, un bajo nivel de desempleo y la expansión del crédito.

Aun así, acorde con lo esperado, el PIB de México moderó su ritmo de avance en el último trimestre de 2011, con un crecimiento del 3,7% interanual (4,5% en el trimestre anterior), acusando el retroceso del sector primario (-0,5% interanual), a raíz,

**El real, en cambio, reaviva la amenaza de una guerra de divisas.**

**La economía mexicana crece un 3,9% en 2011 pero atempera su arranque en el último trimestre.**

## MÉXICO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2010	2011	2011				2012
			I	II	III	IV	Enero
PIB real	5,5	4,0	3,9	3,9	4,4	3,7	-
Producción industrial	6,1	3,9	4,9	3,7	3,5	3,4	...
Confianza del consumidor (*)	86,3	91,7	92,1	90,7	93,7	90,3	95,4
Índice avanzado de actividad (*)	116,5	116,5	119,6	120,4	122,3	122,7	...
Tasa de paro (**)	5,4	5,2	5,1	5,2	5,7	4,8	4,9
Precios de consumo	3,9	3,2	3,5	3,3	3,4	3,5	4,0
Balanza comercial (***)	-3,0	-1,2	-1,5	0,0	-1,5	-1,2	-1,6
Tipo de interés oficial de Banxico (%)	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50
Pesos mexicanos por dólar (*)	12,33	11,90	11,90	11,72	13,78	13,94	13,02

NOTAS: (\*) Valor.

(\*\*) Porcentaje sobre población activa.

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

FUENTES: Banco de México y elaboración propia.

**La confianza de los mexicanos, tanto consumidores como productores, en su economía avanza en enero.**

fundamentalmente, de los estragos de una sequía excepcional sobre la producción agrícola, y la pérdida de fuelle del secundario (3,2% *versus* 3,5% en el tercer trimestre). En contrapartida, el sector servicios mantuvo el tono con un avance del 4,7% respecto al último cuarto de 2010 (4,6% en el trimestre anterior).

El deterioro de las perspectivas económicas en la eurozona y su impacto sobre la economía global hacen prever que la tónica de moderación que imprimió el cuarto trimestre sobre la economía mexicana se mantendrá en 2012, con un crecimiento esperado en torno al 3,5%. En lo referente al gasto interno, el avance contenido de empleo, crédito y salarios reales también mantendrá el consumo en niveles moderados a corto plazo. Con todo, el índice global de actividad económica (IGAE), indicador de la trayectoria de la economía mexicana, creció un 4,1% interanual en diciembre, mientras que la confianza del consumidor mexicano volvió a avanzar en enero y ya se sitúa por encima de los 95 puntos.

En el ámbito de los precios, la inflación subió por cuarto mes consecutivo en ene-

ro y ya alcanza el 4,0%. A pesar de ello, y aunque la tendencia alcista persistirá en el primer tramo de 2012, estimamos el repunte transitorio y de naturaleza no subyacente, por lo que mantenemos nuestra previsión de que la tasa de inflación permanecerá dentro del rango objetivo a lo largo de 2012. De todos modos, se reduce la probabilidad de un giro expansionista en la política monetaria en el corto plazo.

### Cuidado con el petróleo, que sube

El petróleo se apreció un 11,6 entre el 23 de enero y el 23 de febrero, intensificando su tendencia alcista hasta situarse en los 123,50 dólares por barril (calidad Brent, para entregas a un mes), un 15,3% por encima del nivel de inicios de año que iguala el incremento del conjunto de 2011 y un 8,3% por encima del nivel de hace un año, cuando estalló la crisis libia.

La inestabilidad en el estrecho de Ormuz, fruto de las tensiones entre Irán y las potencias occidentales, es un factor alcista que puede perdurar a lo largo de 2012 que, a su vez, se ve reforzado por una demanda

**El petróleo se encarece hasta los 123,5 dólares intensificando su tendencia alcista.**

robusta de las economías emergentes. Todo ello hace difícil que el crudo baje de la referencia de los 115 dólares por barril. Un petróleo caro que supone un palo en la rueda del crecimiento de muchas economías, ya sea como merma de los presupuestos de los consumidores o como empeoramiento de las balanzas comerciales de las economías avanzadas.

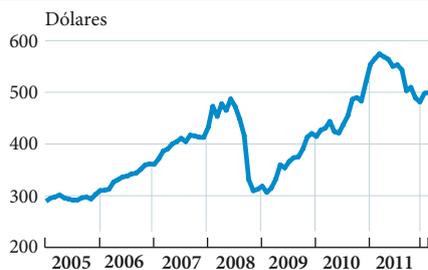
El resto de las materias primas mantuvo por lo general la senda alcista aunque con una menor intensidad que en enero, acusando tal vez dudas sobre el crecimiento chino. El índice CRB avanzó un 2,0% entre el 23 de enero y el 23 de febrero. Fue-

ron los metales preciosos los que más se apreciaron. El platino, que sigue siendo más barato que el oro, se encareció un 11,2% en el mes, acumulando una ganancia del 27,7% desde inicios de año. Esto podría indicar que la industria automovilística europea, que usa el platino en los catalizadores de motores diésel, podría haber tocado fondo. Los metales básicos se tomaron un respiro en su apreciación a excepción del aluminio, cuya intensidad energética en su fabricación lo hace más sensible a los precios energéticos. Por su parte, los alimentos básicos también evolucionaron al alza, liderados por el trigo.

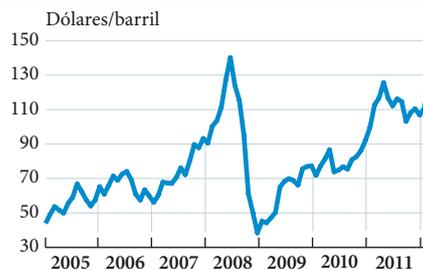
**La tendencia es al alza pero los precios de los metales básicos experimentan una relajación.**

## EVOLUCIÓN DE MATERIAS PRIMAS SELECCIONADAS (\*)

Índice CRB



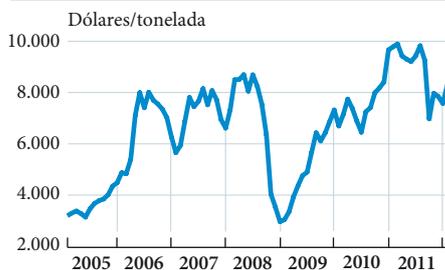
Petróleo Brent



Oro



Cobre



Níquel



Trigo



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

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

# UNIÓN EUROPEA

**Grecia y las nuevas previsiones de crecimiento en la Unión Europea centran el interés económico y político.**

**El Eurogrupo ha dado luz verde a un segundo rescate financiero de Grecia.**

**La Comisión Europea publica las nuevas estimaciones de crecimiento para los países miembros de la Unión Europea...**

## **Zona del euro: pasos prudentes hacia la estabilización**

Durante el último mes, en la eurozona se han producido tres importantes novedades: los avances con respecto a la situación griega, las nuevas previsiones de crecimiento de la Comisión Europea y la publicación del primer informe sobre el mecanismo de alerta de desequilibrios macroeconómicos en la Unión Europea.

El 21 de febrero, tras una reunión maratónica de más de trece horas de intensas negociaciones, el Eurogrupo dio luz verde al segundo rescate financiero de Grecia. El pacto se alcanzó tras la aprobación del paquete de políticas económicas por parte del Parlamento griego; la identificación de un ahorro adicional de 325 millones de euros por parte del Gobierno griego para cerrar el déficit fiscal de 2012; y, finalmente, tras la concesión de garantías por parte de los líderes de la coalición de gobierno griego respecto a la implementación de las reformas necesarias tras las elecciones generales que se celebrarán en abril.

El acuerdo es complejo y destacamos los puntos más esenciales del mismo. En primer lugar, el importe total de este segundo plan de rescate asciende a 130.000 millones de euros. En segundo lugar, el objetivo de este nuevo paquete es rebajar el *stock* de deuda griega desde el 164,0% del producto interior bruto (PIB) previsto para 2011 hasta el 120,5% en 2020. Para conseguirlo, se han reducido de manera retroactiva los intereses que se cobra a Grecia por préstamos bilaterales desde 2010. El margen ahora se sitúa en 150 puntos básicos, frente a los 200 que había para los tres primeros

años y los 300 para años posteriores, lo que permite rebajar las necesidades financieras en 500 millones de euros.

Finalmente, una de las piezas clave del acuerdo y que el Eurogrupo cita en su comunicado es el acuerdo al que han llegado los acreedores privados y Grecia para realizar una quita voluntaria de la deuda pública del 53,5% del valor nominal de los bonos griegos. La aprobación del rescate conlleva la aceptación por parte de Grecia de un control reforzado sobre el terreno de los técnicos de la troika y la creación de una cuenta bloqueada para dar prioridad al pago de la deuda.

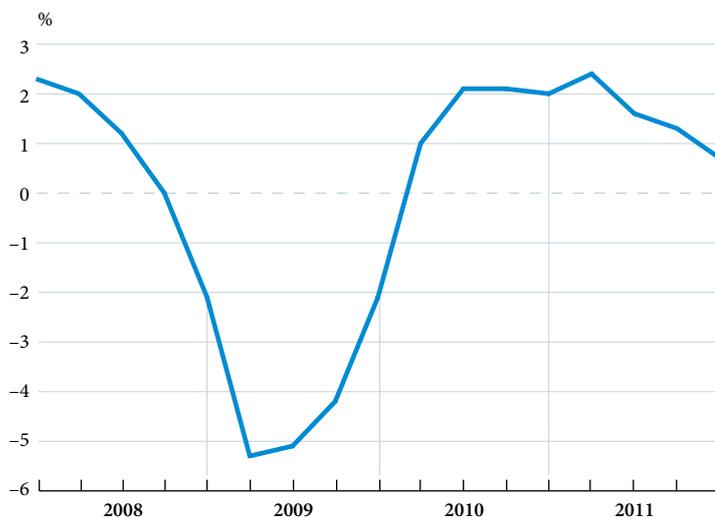
Este acuerdo, sujeto a una participación mínima de los acreedores internacionales en el acuerdo de quita (cuyo resultado final todavía no está claro), evita una quiebra de Grecia y frena las graves consecuencias de una suspensión de pagos desordenada para el resto de la eurozona. Sin embargo, el desafío para el país helénico sigue siendo considerable y el margen de errores en la implementación de las nuevas medidas es muy reducido, por lo que es probable que durante los próximos meses no se reduzca de manera significativa la volatilidad en los mercados financieros.

Por otra parte, la Comisión Europea ha publicado la actualización de las previsiones macroeconómicas de la eurozona. Debido al rápido cambio de las condiciones económicas y los últimos acontecimientos, la Comisión decidió rehacer las estimaciones para todos los países.

De las nuevas previsiones deben destacarse tres cambios significativos. En primer

## LA INCERTIDUMBRE PESÓ SOBRE LA TRAYECTORIA DE CRECIMIENTO EN 2011

Tasa de crecimiento interanual del PIB



FUENTE: Eurostat.

lugar, revisa a la baja el crecimiento en 2012 de Alemania y Francia hasta el 0,6% y 0,4% respectivamente. En cambio, Italia sufre una revisión más intensa con una contracción prevista de -1,3%. Es destacable la fuerte revisión a la baja de algunos países periféricos debido a la introducción de reformas estructurales que reducen el crecimiento a corto plazo, pero a cambio dotan a las economías de mayor flexibilidad a medio plazo. En esta situación se encuentran las previsiones de Portugal y Grecia, con caídas del 4,4% y 3,3%, respectivamente.

Finalmente, la Comisión Europea hizo público el primer informe del mecanismo de alerta de desequilibrios macroeconómicos. Este informe forma parte del nuevo proceso de supervisión macroprudencial aprobado el 13 de diciembre del año pasado en la Unión Europea. El objetivo es poder aconsejar políticas económicas de forma preventiva antes de que estos desequilibrios pongan en peligro la estabilidad de cualquier país miembro y que incluso pudieran crear externalidades negativas sobre el resto de socios de la Unión Europea.

Se han escogido diez indicadores macroeconómicos que ponen en evidencia los potenciales desequilibrios externos y de competitividad, así como los desequilibrios internos de los diferentes países miembros. La conclusión del informe selecciona a varios países, entre ellos España, Francia e Italia, para realizar un informe más detallado para estudiar si estos desequilibrios requieren recomendaciones de la Comisión Europea para su corrección. Si los países no aplicaran las recomendaciones podrían incurrir en multas que podría imponerles el Consejo de Ministros.

Todos estos acontecimientos deberían ayudar a reducir el nivel de incertidumbre que ha atenazado a la economía europea durante el año 2011. Desconfianza que ha repercutido negativamente en el crecimiento económico. Según el avance del cuarto trimestre del producto interior bruto publicado por Eurostat, este cayó un 0,3% en relación con el tercer trimestre, mientras que el crecimiento interanual acabó el año pasado en el 0,7%.

**...y el primer informe del mecanismo de alerta de desequilibrios macroeconómicos.**

**El dato del cuarto trimestre del PIB de la eurozona presenta un descenso del 0,3% intertrimestral...**

**...aunque los últimos indicadores económicos avanzados apuntan a una estabilización del deterioro.**

Fue el primer descenso de la actividad desde el segundo trimestre de 2009 y probablemente el retroceso continuará en el trimestre actual, debido, en parte, al efecto de las medidas de ajuste aplicadas por un gran número de países. De esta forma, el área del euro entraría de nuevo en recesión. De hecho, al final de 2011 Italia, Países Bajos y Bélgica ya se hallaban en recesión y se sumaron a Portugal. Como dato positivo, hay que señalar el crecimiento intertrimestral del 0,2% de Francia, superior a lo esperado, que sin embargo no pudo compensar totalmente la reducción del 0,2% de Alemania.

El desarrollo de la resolución del rescate griego ha coincidido con la publicación de una serie de indicadores económicos que apuntan a una estabilización del deterioro de la situación económica en la eurozona. Por ejemplo, las ventas minoristas se deterioraron al final del cuarto trimestre del año pasado, pero el dato de diciembre fue ligeramente mejor que el registro del mes anterior. Si bien se mantiene una caída in-

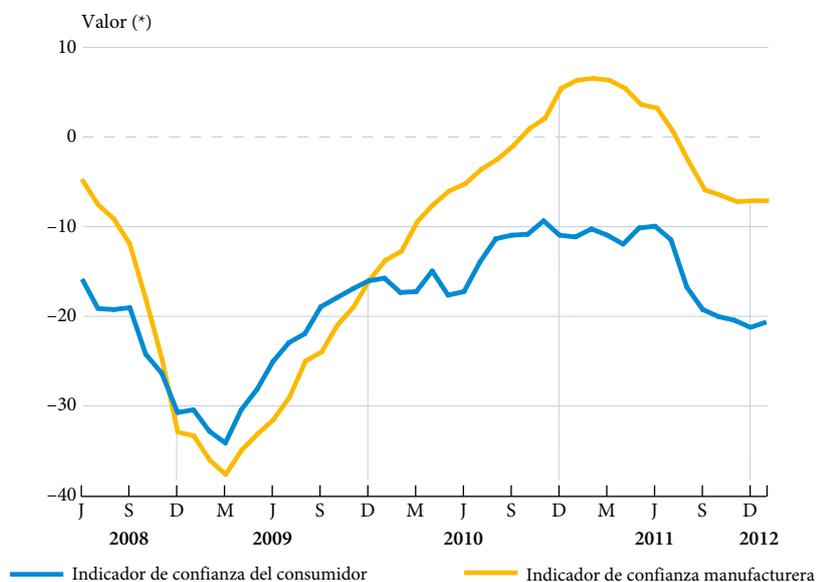
teranual del 1,3%. Por otra parte, la confianza de los consumidores, que marcó un mínimo el mes de diciembre de -21,3 puntos, se recuperó en enero hasta los -20,7 y en febrero consolidó la mejoría hasta los -20,2 puntos.

El sector exterior también ayuda al crecimiento de la eurozona, pues en parte compensa la desaceleración de la demanda interna. Efectivamente, en diciembre la eurozona presentó un superávit de 9.728 millones de euros. En términos desestacionalizados mientras las exportaciones crecieron un 0,1% intermensual en diciembre, las importaciones se redujeron un 0,9%.

Desde el punto de vista de la oferta, la producción industrial del mes de diciembre mantiene su deterioro, generalizado en varios países de la eurozona. Concretamente, la producción industrial de Alemania presentó una caída del 2,9% intermensual. Sin embargo, hay que matizar este dato por la revisión al alza del dato del mes anterior y por la publicación de los pedidos

### ¿FIN DEL DETERIORO DE LAS EXPECTATIVAS DE CONSUMIDORES Y EMPRESARIOS?

Indicadores de opinión en la zona del euro



NOTA: (\*) Diferencia entre el porcentaje de entrevistados que responden afirmativamente y los que lo hacen negativamente. FUENTE: Comisión Europea.

## ZONA DEL EURO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2010	2011	2011				2012
			I	II	III	IV	Enero
PIB	1,8	1,5	2,4	1,6	1,3	0,7	-
Ventas al por menor	0,8	-0,6	0,1	-0,5	-0,5	-1,1	...
Confianza del consumidor (1)	-14,2	-14,6	-11,0	-10,7	-15,9	-20,6	-20,7
Producción industrial	7,4	4,8	6,6	4,1	4,0	-0,2	...
Sentimiento económico (1)	100,5	101,0	106,9	105,2	98,4	93,6	93,4
Tasa de paro (2)	10,1	10,1	10,0	10,0	10,2	10,4	...
Precios de consumo	1,6	2,7	2,5	2,8	2,7	2,9	...
Balanza comercial (3)	4,6	-17,2	-10,0	-16,5	-21,3	-17,2	...
Tipo de interés euríbor 3 meses (%)	0,8	1,4	1,1	1,4	1,6	1,5	1,3
Tipo de cambio efectivo nominal del euro (4)	103,7	103,4	102,7	105,2	103,5	102,1	98,9

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.

de fábrica de Alemania del mes de diciembre, con un incremento del 1,7% intermensual. La producción industrial de Francia también fue negativa con una caída intermensual del 1,4%, que deja el crecimiento interanual en un 0,8%. Por otra parte, aunque Italia presentó un registro positivo en el mes de diciembre del 1,4% intermensual, no fue suficiente para compensar la caída interanual del 7,7%. En definitiva, la producción industrial de la eurozona del mes de diciembre presenta un pobre registro del -2,2% interanual.

Sin embargo, se entrevé una cierta mejoría de la situación, a tenor de las encuestas de confianza a empresarios. Por ejemplo, la confianza de los empresarios del sector de manufacturas ha frenado su deterioro en los últimos meses. Este movimiento apunta a una cierta estabilización en los próximos meses para el sector industrial de la eurozona.

Con todo, la posible mejoría todavía no ha contagiado al mercado laboral que, siendo

un indicador retardado sobre la economía, ve como se siguen destruyendo puestos de trabajo. Ciertamente, la tasa de paro del mes de diciembre en la eurozona subió una décima hasta el 10,4% y mantiene la tendencia ascendente iniciada durante el segundo semestre del pasado año. El número de desempleados en la eurozona en diciembre aumentó en 20.000 personas y se acerca a los 16,5 millones.

El aumento del precio del petróleo no permitió bajar la inflación en el mes de enero según el indicador avanzado publicado por Eurostat que refleja un incremento interanual del 2,7% repitiendo el registro del mes de diciembre. Aunque lo más probable es que la atonía de la actividad económica ayude a que en los próximos meses vuelva a tomar una senada bajista

En definitiva, la aprobación del segundo rescate de Grecia, acompañada de unos datos económicos que sugieren una estabilización de la situación económica son buenas noticias de cara al resto del año.

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

**La tasa de paro aumenta hasta el 10,4%.**

**La situación es demasiado frágil para poder afirmar con contundencia que la eurozona ha superado el último bache.**

Sin embargo, no se puede restar gravedad a la situación económica actual, y más teniendo en cuenta que un aumento adicional del precio del petróleo o un aumento de la desconfianza, provocado por las

frágiles trayectorias económicas de los países periféricos en la eurozona, podrían provocar un nuevo descarrilamiento de la actividad económica.

## De Kioto a Durban: ¿qué quiere la Unión Europea?

A partir de enero de 2012, las aerolíneas que utilicen aeropuertos comunitarios deben tributar en función de las emisiones de CO<sub>2</sub> que generen. A principios de febrero, la Administración de Aviación Civil de China prohibió expresamente a las aerolíneas chinas pagar a la Unión Europea (UE) por sus emisiones de carbono. Se abrió así un conflicto comercial que enfrenta a la UE, por un lado, y a China, junto con Estados Unidos, Japón, Rusia y otros países, por otro. ¿Por qué la UE exige el pago de una especie de impuesto medioambiental al transporte aéreo, incluso en el caso de los vuelos transoceánicos, cuyo recorrido en buena parte se produce fuera del espacio aéreo comunitario?

La razón estriba en que la UE ha decidido integrar el sector de la aviación en el régimen de comercio de derechos de emisión de gases de efecto invernadero que se puso en marcha en 2005. Un régimen que fija una cantidad máxima de emisiones contaminantes y reparte esta cantidad entre los agentes económicos que generan estas emisiones. Esta cantidad limitada de derechos de emisión estimula la reducción de emisiones, ya que en caso de excederse los agentes deben comprar derechos de emisión a otros agentes. El resultado perseguido es una reducción de las emisiones. Hasta ahora solo estaban sujetas a este régimen las instalaciones industriales intensivas en energía. La contaminación de las compañías aéreas es relativamente pequeña, pero está creciendo rápidamente, como el propio sector. Se estima que un pasajero que efectúe un viaje de ida y vuelta de Londres a Nueva York genera las mismas emisiones que el ciudadano comunitario medio en calefacción del hogar a lo largo de un año.

El caso de la aviación civil ilustra muy bien la implicación de la UE en la cuestión del calentamiento global y el cambio climático. La UE ha sido impulsora de las acciones de la Organización de las Naciones Unidas al respecto, desde Kioto hasta la reciente Conferencia de Durban, en diciembre de 2011. Ciertamente, en el ámbito energético el mundo afronta dos enormes desafíos. El primero, cubrir la creciente demanda de energía, especialmente de los países en desarrollo. Segundo, hacerlo rebajando, al mismo tiempo, las emisiones de gases de efecto invernadero.

La exigencia de mantener el crecimiento de los países en desarrollo es clara, de cara a conseguir fines como la reducción de la pobreza o la mejora de las condiciones de vida. Más controversia puede levantar la cuestión del cambio climático. El consenso científico establece que en los últimos 150 años la temperatura media anual ha aumentado en 0,8 grados Celsius, algo más en Europa, con tendencia a acelerarse. Muchos expertos creen que para evitar que el calentamiento global tenga consecuencias irreversibles, este no debería sobrepasar en más de dos grados los niveles actuales en el transcurso del presente siglo. Como se cree que la causa del cambio del clima es la emisión excesiva de gases de efecto invernadero por causa de la acción humana, la solución reside en la limitación de la emisión de dichos gases. El foro internacional responsable de evaluar los datos científicos del cambio climático y sus consecuencias es el Grupo Intergubernamental de Expertos sobre el Cambio Climático (IPCC). Es en los informes que elabora el IPCC en los que se basa la Convención Marco de las Naciones Unidas sobre el Cambio Climático (CMNUCC), creada en 1992, que tiene como objetivo frenar el calentamiento global. En concreto, trata de lograr que la temperatura global anual no supere en más de dos grados Celsius los niveles preindustriales. Para ello, se juzga necesaria la estabilización de las concentraciones de gases de efecto invernadero (principalmente CO<sub>2</sub>), para lo cual conviene reducir un 50% las emisiones de estos gases antes de 2050.

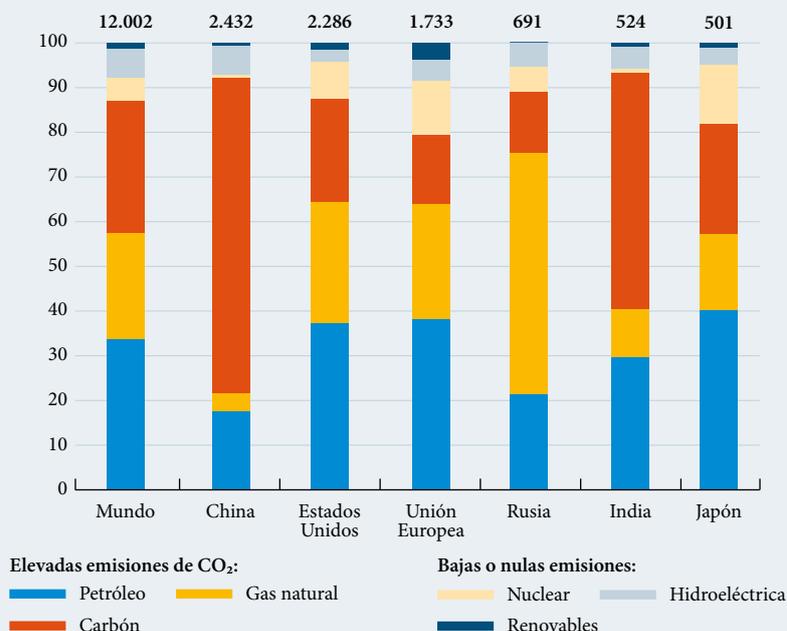
El Protocolo de Kioto, que entró en vigor en 2005, fue un primer paso importante, pero solo comprometía a los países desarrollados, y además no fue firmado por Estados Unidos. Esto significa que solo involucra a un 30% del total mundial de emisiones. En todo caso, los 15 Estados miembros de la UE que firmaron el Protocolo de Kioto redujeron en 2010 sus emisiones un 10,7% respecto al año de referencia, 1990, superando el objetivo de reducción del 8%. Otros Estados que se convirtieron en miembros de la UE posteriormente adoptaron también objetivos de reducción de emisiones y han conseguido resultados similares.

El acuerdo de Kioto comprometía hasta 2012, de manera que en 2007, en Bali, se iniciaron las negociaciones para un nuevo acuerdo a partir de 2012. Pero no se pudieron concluir en Copenhague, en diciembre de 2009, mientras que un año después, en Cancún (México) solo se avanzó en el reconocimiento de la necesidad de limitar el calentamiento climático a los niveles establecidos por la CMNUCC.

La UE ha impulsado un segundo acuerdo de Kioto, para el periodo 2013 a 2020, que perfeccione y profundice los compromisos del primero. Pero Japón, Rusia y Canadá ya dejaron claro que no iban a participar en el mismo; tampoco contaría con Estados Unidos y China. Por tanto, dicho segundo periodo de compromiso afectaría solo al 16% de las emisiones mundiales; ni un esfuerzo heroico de la UE (11% de las emisiones) en la limitación de emisiones conseguiría avanzar en el objetivo de frenar el cambio climático global. Por este motivo, el objetivo de la UE en la reunión de Durban (Sudáfrica) era conseguir un acuerdo sobre «una hoja de ruta y un plazo para ultimar un marco mundial ambicioso, global y jurídicamente vinculante en materia de acción por el clima por parte de todas las grandes economías», según Barroso, presidente de la Comisión Europea. Tras dos semanas de negociación, el resultado de la conferencia de los 195 Estados en Durban fue algo ambiguo. Los países desarrollados de Kioto

## ¿ENERGÍA CONTRA CLIMA?

Consumo total en 2010 (millones de toneladas equivalentes de petróleo y distribución porcentual por tipo de combustible)



FUENTES: British Petroleum Statistical Review of World Energy y elaboración propia.

acordaron extender la vida del protocolo para seguir reduciendo las emisiones de carbono. Para el resto, la UE no consiguió el compromiso vinculante que perseguía, sino un acuerdo algo ambiguo jurídicamente según el cual se asume el esfuerzo de impedir que las temperaturas aumenten por encima de los dos grados mediante un marco legal que estará listo en 2015 y que entrará en vigor en 2020. Además, se acordó crear un instrumento financiero (el *Green Climate Fund*) para ayudar a los países en desarrollo a combatir los efectos del cambio climático (100.000 millones de dólares al año).

Por tanto, queda claro que la lucha de la UE contra el cambio climático va mucho más allá de estos compromisos internacionales. De hecho, en 2007, el Consejo Europeo adoptó unos ambiciosos objetivos sobre energía y cambio climático con el horizonte de 2020: reducir un 20% las emisiones de gases de efecto invernadero (respecto al año de referencia, 1990), o incluso hasta un 30% si otros países se sumasen al esfuerzo de reducción de emisiones; aumentar la cuota de la energía renovable hasta el 20%; y mejorar un 20% la eficiencia energética. Incluso se estableció un compromiso de reducir las emisiones de la UE y de otros países industrializados hasta un 80% o 95% en 2050.

Pero la política energética no se circunscribe a la limitación de las emisiones de carbono. El Tratado de la UE establece sus principios básicos: garantizar un funcionamiento eficiente del mercado de la energía (seguridad del abastecimiento energético y competencia) y preservar y mejorar el medio ambiente. Algunos progresos se han conseguido en el camino hacia un mercado integrado, pero la adaptación es lenta y los desafíos siguen creciendo. El mercado interior de la energía está todavía altamente fragmentado por las fronteras nacionales, con compañías de ámbito estatal, multitud de reglas y prácticas también nacionales con muchas barreras a la competencia. La seguridad del suministro también es materia de preocupación, derivada, por ejemplo, de la propia fragmentación del mercado europeo, de la limitada vida de las centrales nucleares existentes o de las crisis de suministro de gas padecidas. La Comisión Europea ha invocado la necesidad de afrontar cambios de alcance en la producción, suministro y utilización de la energía, pero la tarea aquí es poco más o menos que titánica. Casi tanto como cumplir los objetivos del cambio climático.

*Este recuadro ha sido elaborado por Joan Elias  
Área de Estudios y Análisis Económico, "la Caixa"*

**Solo la inversión tiene una aportación positiva al crecimiento económico trimestral del periodo octubre-diciembre de 2011 en Alemania.**

**Contracción de la economía alemana en el cuarto trimestre de 2011**

El PIB de la economía germánica aumentó un robusto 3,1% en 2011 y superó el nivel máximo previo a la Gran Recesión de 2008-2009 tras dos años de recuperación. No obstante, esta cifra oculta una sensible desaceleración del nivel de la actividad desde mediados del pasado ejercicio que culminó con un retroceso intertrimestral del 0,2% del PIB en el cuarto trimestre de 2011, en línea con lo esperado. No se registraba una contracción desde el primer trimestre de 2009 y tuvo lugar después de un

notable crecimiento trimestral del 0,6%. Este deterioro de la coyuntura es atribuible en buena parte a los efectos de la ralentización de la economía global y en particular a la crisis de la deuda soberana en los países de la periferia de la eurozona.

En el periodo octubre-diciembre de 2011 solo la inversión, especialmente la de la construcción, contribuyó a la expansión del PIB. El sector exterior tuvo una aportación neta negativa y el consumo detrajo ligeramente.

Sin embargo, en los últimos meses los indicadores de clima económico se han re-

## EL CONSUMO PRIVADO APOYARÁ EL CRECIMIENTO ECONÓMICO ALEMÁN EN 2012

Indicador de la confianza del consumidor



FUENTES: Comisión Europea y elaboración propia.

vertido y apuntan a una estabilización o incluso un leve crecimiento en el primer trimestre de 2012. De este modo, la economía alemana, a diferencia de otros países del área del euro, escaparía a una recesión técnica. Así, mantenemos la anterior previsión de un incremento anual del PIB del 0,5%, ya que a pesar de una mejora del entorno mundial en las últimas semanas el coloso teutón no podrá sustraerse enteramente a la situación de debilidad econó-

mica de la mayoría de sus socios comerciales europeos, afectados por necesarias políticas de austeridad. Si bien es cierto que podrían producirse sorpresas positivas, también existen riesgos a la baja, como los derivados de una crisis de la deuda soberana no resuelta completamente.

En 2012, a diferencia del año anterior, la expansión del PIB se deberá básicamente a la demanda interna. En particular, se re-

**Prosigue la favorable marcha del mercado laboral germánico al principio de 2012.**

## ALEMANIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2010	2011	2011				2012
			I	II	III	IV	Enero
PIB	3,6	3,1	4,6	2,9	2,7	2,0	-
Ventas al por menor	1,5	1,1	0,8	2,4	0,9	0,4	...
Producción industrial	10,0	8,0	12,8	8,1	8,2	3,3	...
Índice de actividad empresarial (Ifo) (*)	107,8	111,3	114,6	114,1	109,7	106,8	108,3
Tasa de paro (**)	7,1	5,9	6,3	6,0	5,8	5,6	...
Precios de consumo	1,1	2,3	2,1	2,3	2,4	2,4	2,1
Balanza comercial (***)	154,9	158,1	157,9	158,7	159,0	158,1	...

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.

**Perspectivas modestas para el sector industrial teutón en 2012 después de un fuerte aumento en el año pasado.**

gistrará un impulso del consumo. De hecho, la confianza de los consumidores ha mejorado apreciablemente en el último periodo y en enero de 2012 se colocaba significativamente por encima del promedio histórico. Esto se debía a la buena marcha del mercado laboral y al ascenso de la renta disponible. Así, en 2011 los salarios reales subieron alrededor del 1%.

Por su parte, el mercado laboral en el último trimestre del año se mantuvo ajeno a la retracción de la actividad y el número de ocupados siguió ascendiendo. En enero, continuó bajando el número de parados en términos corregidos de estacionalidad y el indicador BA-X de demanda de trabajo prosiguió su senda hacia arriba y alcanzó un nivel alto.

Asimismo, los bajos tipos de interés apoyarán la inversión, en particular de la construcción. La mejora del sentimiento económico también animará las perspectivas de la inversión, así como un ligero mayor grado de utilización de la capacidad productiva en el primer trimestre de 2012. No obstante, el aumento de la formación de capital fijo de bienes de equipo probablemente será moderado, dada la incertidumbre existente.

Desde la óptica de la oferta, la producción industrial se elevó el 8,0% en 2011, pero mostró una clara pérdida de vigor en la segunda mitad del ejercicio. No obstante, numerosas ramas anotaron aumentos interanuales superiores a los dos dígitos, como la electrónica, la automoción, la metalmecánica y la metalurgia. Sin embargo, el panorama para 2012 no es muy optimista a tenor de la caída interanual de las entradas de pedidos en el último bimestre de 2011. Con todo, la subida intermensual del 1,7% registrada en diciembre deja un cierto margen a la esperanza. Por su lado, la confianza en el sector de la construcción permanece en un nivel confortable y en los servicios mejoró apreciablemente en enero.

**El PIB galo sube el 1,7% en 2011, pero todavía no recupera el nivel previo a la Gran Recesión.**

**Los indicadores avanzados sugieren una estabilización en el primer trimestre de 2012.**

Este marco general de solidez se manifestó también a nivel microeconómico. Así, en noviembre de 2011 las insolvencias empresariales descendieron el 4,4% con relación al mismo mes del año precedente.

**La economía francesa da una sorpresa favorable en el último trimestre de 2011**

Los datos publicados por el instituto de estadística francés mostraron una desaceeleración de la economía gala en el cuarto trimestre del año pasado menor de lo que se temía. Así, el PIB subió el 0,2% en relación con el tercer trimestre, solo una décima menos que en el periodo anterior. La ralentización del consumo de los hogares hasta el 0,2% fue compensada por una aceleración de la inversión, gracias a los bienes de equipo. No obstante, la principal contribución al crecimiento del PIB provino del sector exterior, a causa del retroceso de las importaciones. En el conjunto de 2011 el PIB aumentó el 1,7%, frente a una expansión del 1,4% en 2010, con lo que todavía no se ha recuperado el nivel previo a la gran crisis de 2008-2009.

A pesar de la sorpresa positiva del PIB en el último trimestre de 2011 mantenemos la previsión de un incremento anual del 0,1% en 2012. De hecho, los indicadores de clima económico permanecen en general por debajo de su media a largo plazo, con un mayor deterioro de las perspectivas. Más a corto plazo, en el primer trimestre de este año los indicadores avanzados sugieren una estabilización.

La confianza de los consumidores mejoró livianamente en enero, pero se colocaba sensiblemente por debajo de su promedio histórico. Subsistía la preocupación por la desfavorable marcha del mercado de trabajo. En efecto, la tasa de paro presenta una tendencia ligeramente alcista y se acerca al 10%, mientras que en el último

## FRANCIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2010	2011	2011				2012
			I	II	III	IV	Enero
PIB	1,4	1,7	2,2	1,6	1,5	1,4	-
Consumo de manufacturas por los hogares	1,7	0,5	3,4	0,9	-1,4	-1,0	...
Producción industrial	4,6	2,4	4,7	1,8	2,8	0,5	...
Tasa de paro (*)	9,8	9,7	9,6	9,6	9,7	9,8	...
Precios de consumo	1,5	2,1	1,8	2,1	2,1	2,4	2,3
Balanza comercial (**)	-51,5	-69,6	-59,1	-64,4	-68,6	-69,6	...

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

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

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

trimestre de 2011 se registró una destrucción neta de puestos de trabajo.

Los empresarios de manufacturas preveían en enero un ascenso de la inversión del 7% en valor en 2012, con un gran dinamismo en la rama de la automoción. No obstante, de sus respuestas también podía inferirse que en el primer trimestre era posible una leve contracción.

En cuanto al sector exterior, en 2011 si bien se registró una desaceleración, los niveles de las compraventas de mercancías con el extranjero superaron los previos a la Gran Recesión. Las exportaciones fueron impulsadas sobre todo por las agroalimentarias y de bienes de lujo, mientras que las importaciones subieron principalmente por el alza de los precios de las materias primas. Así, el déficit comercial en conjunto ascendió hasta 69.592 millones de euros, una cota récord, con una elevación anual del 35,1%, lo que plantea crudamente los problemas de competitividad de la industria francesa.

Desde el lado de la oferta la situación es similar. En octubre-diciembre los pedidos industriales sin el material de transporte excepto automóviles bajaron el 1,1% en valor con relación al trimestre precedente y solo aumentaron el 0,8%

respecto al mismo periodo de 2010, aunque los encargos del exterior subían el 2,4%. Por otro lado, la confianza del sector secundario se hallaba en un nivel bajo, por lo que no cabe demasiado optimismo en cuanto al panorama industrial francés en 2012. En la construcción el nivel de confianza se situaba más próximo al normal, pero se deterioró ligeramente en febrero. Y no era mejor el sentimiento en los servicios.

Por su parte, el crédito bancario al sector privado no financiero seguía moderándose, pero se incrementó el 5,3% en 2011. La financiación a las empresas se elevó el 4,4% interanual, mientras que el crédito a los hogares ascendió el 6,0%.

Para hacer frente a los problemas de competitividad el Gobierno presentó en febrero una revisión de la ley presupuestaria para 2012, que también obedeció a un cambio en la proyección del crecimiento del PIB para el ejercicio actual del 1% hasta el 0,5%. Entre otras medidas, a partir del 1 de octubre de 2012 se reducirán las cotizaciones empresariales a la Seguridad Social, lo que será compensado con un alza del tipo general del IVA del 19,6% al 21,2% y un incremento de 2 puntos de una contribución de las rentas del capital hasta el 10,2%. Además, se recortarán partidas pre-

**El Gobierno francés baja las cotizaciones sociales empresariales para mejorar la competitividad.**

**Se corrige el desequilibrio exterior transalpino, pero todavía de manera insuficiente.**

supuestarias para garantizar la consecución del objetivo del déficit público del 4,5% del PIB.

### Se confirma la nueva recesión de la economía italiana

La publicación de una contracción del PIB italiano en el cuarto trimestre de 2011 del 0,7% respecto al trimestre anterior oficializó la situación recesiva de la economía transalpina, pues en el tercero ya había registrado una caída intertrimestral del 0,2%. La actividad en el último trimestre de 2011 no solo no había recuperado el nivel precrisis, sino que se colocó el 0,5% por debajo de un año antes. Con todo, en el conjunto de 2011, el PIB creció el 0,4%.

En cuanto a 2012, los indicadores avanzados continúan descendiendo y el clima económico sigue empeorando. Aunque las medidas reformistas emprendidas elevarán el potencial de crecimiento a medio plazo, a corto plazo predominan los efectos contractivos de los paquetes de ajuste presupuestario. Así, mantenemos la previsión de un retroceso del PIB del 1,5%, con riesgos a la baja por un posible descontrol del impacto de la crisis griega o por un alza de los precios de las materias primas mayor de lo esperado.

El consumo continúa débil al principio de este año. Así, las ventas de automóviles se redujeron el 16,9% en los últimos doce meses hasta enero. La tónica no parece que vaya a variar demasiado en los próximos meses, pues aunque la confianza del consumidor repuntó en febrero, se sitúa en cotas muy bajas. El sentimiento de los consumidores está afectado por la contracción de la renta disponible y el deterioro del mercado laboral. En diciembre el número de ocupados bajó el 0,1% con relación al mismo mes de 2010 y la tasa de paro ascendió hasta el 8,9%, 8 décimas más que un año antes. Por otro lado, la inflación apenas descendió en enero hasta el 3,2% interanual.

En este contexto de coyuntura recesiva se está corrigiendo el desequilibrio exterior, si bien todavía de manera insuficiente. El comercio exterior mejoró en diciembre al subir las exportaciones de mercancías un 4,2% intermensual y caer las importaciones un 0,8%. En el conjunto de 2011 las exportaciones se elevaron el 11,4%, por 8,9% las importaciones. De esta forma, el déficit comercial se redujo el 19% hasta 24.333 millones de euros. El déficit por cuenta corriente también se corrigió el 6,5%, pero, con todo, totalizó 50.555 millones de euros.

**Disminuye la prima de riesgo de la deuda soberana italiana, si bien Fitch y Moody's rebajan su rating.**

## ITALIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2010	2011	2011				2012
			I	II	III	IV	Enero
PIB	1,4	0,4	1,0	0,8	0,3	-0,5	-
Ventas al por menor	0,1	...	-0,4	-0,3	-1,3	...	...
Producción industrial	6,5	0,2	2,2	1,5	-0,1	-2,8	...
Tasa de paro (*)	8,4	8,4	8,2	8,2	8,4	8,7	...
Precios de consumo	1,5	2,7	2,3	2,6	2,8	3,4	3,2
Balanza comercial (**)	-30,0	-24,3	-34,2	-34,1	-32,1	-24,3	...

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.

Desde el punto de vista de la oferta, en enero se aprecia la caída de la confianza en los distintos sectores, salvo en la construcción. En diciembre, los pedidos industriales se hallaban en un nivel inferior en un 4,3% al de doce meses antes. En el cuarto trimestre de 2011 se intensificó la debilidad del mercado inmobiliario y la producción de la construcción retrocedió el 1,2% respecto al tercero.

Sin embargo, en los primeros compases del nuevo ejercicio ha disminuido la prima de riesgo de la deuda soberana del *bel paese* medida por el diferencial con las obligaciones del Estado alemanas a diez años. Así, en la cuarta semana de febrero se situaba por debajo de los 350 puntos básicos, lejos del récord de 550 de noviembre de 2011. El programa de reformas del primer ministro Mario Monti ha contribuido a esta mejora. No obstante, a finales de enero la agencia de evaluación Fitch recortó el *rating* de Italia en dos escalones hasta A- con perspectiva negativa, y a mediados de febrero Moody's rebajó la calificación de la deuda soberana hasta A3. Por otro lado, el crédito al sector privado continuó desacelerándose hasta

mostrar un decrecimiento interanual en términos reales al final de 2011.

Como continuación de los paquetes de reformas previos, en febrero entró en vigor otro decreto ley sobre simplificación normativa y administrativa y de desarrollo económico. Con los objetivos de aumentar la productividad y la competitividad de Italia, el nuevo paquete de medidas simplifica la burocracia aprovechando la tecnología digital y la innovación. Además, se está preparando una reforma fiscal para finales de febrero que reduciría los impuestos para las rentas más bajas y la reforma laboral en marzo.

### Reino Unido: ligera mejoría del paciente pero suministramos más calmantes

Desde el inicio del año pasado, los datos económicos publicados sobre la economía del Reino Unido reflejaban un deterioro creciente de la actividad económica. Por este motivo, no ha provocado ninguna sorpresa que el dato del producto interior bruto del cuarto trimestre de 2011 presen-

**Nuevo paquete de reformas para reducir las cargas administrativas para las empresas y los ciudadanos italianos.**

**El Banco de Inglaterra aumenta su programa de compra de activos para apuntalar la economía del Reino Unido.**

## REINO UNIDO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2010	2011	2011				2012
			I	II	III	IV	Enero
PIB	2,1	0,9	1,7	0,6	0,5	0,8	-
Ventas al por menor	-0,3	0,7	1,5	0,4	-0,4	1,2	2,1
Producción industrial	1,9	-1,3	1,1	-1,5	-1,7	-3,2	...
Tasa de paro (1)	4,7	4,8	4,5	4,7	4,9	5,0	5,0
Precios de consumo	3,3	4,5	4,2	4,4	4,7	4,7	3,6
Balanza comercial (2)	-96,3	-100,9	-98,4	-98,6	-100,5	-100,9	...
Tipo de interés líbor 3 meses (3)	0,7	0,9	0,8	0,8	0,9	1,0	1,1
Tipo de cambio efectivo nominal de la libra (4)	80,4	78,4	78,4	78,6	77,1	79,4	80,4

NOTAS: (1) Porcentaje sobre población activa.

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

(3) Promedio del periodo.

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

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

tara una caída del 0,2% intertrimestral, mientras que el crecimiento interanual presentaba un crecimiento anémico del 0,8%. Se trata del primer trimestre negativo desde el último trimestre del año 2010. Todavía no se dispone del desglose del dato, pero todo apunta a que el sector de la construcción y la caída en la producción industrial habrían afectado negativamente la actividad económica.

Estos síntomas claros de desaceleración económica han tenido dos consecuencias. En primer lugar, la agencia de calificación crediticia Moody's ha colocado el *rating* del Reino Unido, que es actualmente el máximo posible con AAA, en perspectiva negativa. La agencia internacional argumenta el movimiento debido al deterioro de las previsiones fiscales para el Reino Unido. Esto implica que, si no se produce ningún cambio, a medio plazo Moody's podría rebajar un grado la calificación del país.

Adicionalmente, el Banco de Inglaterra aumentó en su última reunión de política monetaria el programa de compra de activos por un importe de 50.000 millones de libras esterlinas, con lo que el total en el programa asciende a 325.000 millones. Esta es la tercera ampliación del mismo. La justificación radica en la salvaguarda de la recuperación británica ante la amenaza de las tensiones creadas por la crisis de deuda soberana en la eurozona. Las actas de la reunión indican que dos de los miembros del Comité de Política Monetaria defendieron la posibilidad de que el estímulo fuera superior, pero los siete restantes prefirieron evitarlo.

Tal y como interpretan la mayoría de los miembros del banco emisor, en general, los últimos datos han sido más positivos. Por ejemplo, las ventas minoristas del mes de enero presentaron un crecimiento intermensual del 1,2% elevando el crecimiento interanual desde el 1,4% al 2,1%. Probablemente la contención de precios siga siendo un factor positivo para apuntalar este rit-

mo de crecimiento de las ventas minoristas. En este sentido, la inflación del Reino Unido en enero ha retrocedido a su nivel más bajo de los últimos 14 meses. La variación interanual del índice de precios al consumo del mes de enero descendió hasta el 3,6%. Cabe recordar que hace pocos meses, concretamente en octubre pasado, la inflación fue del 5%. Dos son los factores que explican esta caída: la desaparición del efecto base de la subida de impuestos del año pasado y la atonía de la demanda.

Respecto al sector exterior, la balanza comercial ha arrojado un saldo menos deficitario de lo esperado, fruto de un descenso en las exportaciones del 0,4% intermensual y una caída de las importaciones del 3,6%. Esta bondad en los datos económicos se traslada al lado de la oferta con el dato de producción industrial del mes de diciembre, que presentó un crecimiento intermensual de 0,5%, siendo importante el repunte en el sector de equipamiento de transportes y alimentos. También es destacable que desde septiembre no presentaba la producción industrial un crecimiento positivo.

Y es previsible que este buen tono se mantenga, pues el índice de gestores de compras de manufacturas del mes de enero ha subido desde los 49,1 puntos de diciembre hasta los 52,1 puntos, siendo 50 puntos la frontera entre expansión y contracción del sector. Además, el índice de gestores de compras del sector servicios del mes de enero ha repuntado hasta los 56 puntos desde el registro anterior de 54 puntos.

En definitiva, los indicadores económicos avanzados sugieren que la economía británica quizás podría evitar un segundo, y consecutivo, trimestre con un crecimiento negativo del PIB. Por otra parte, la medida de ampliación de la política monetaria de expansión cuantitativa por parte del banco central también debería ayudar a recuperar la actividad económica en el primer semestre de este año.

## Europa emergente: la ralentización económica y Hungría, preocupaciones del momento

Tres son los frentes de atención que mantiene abierta la coyuntura económica en Europa emergente: el debilitamiento de la actividad, la situación de las finanzas públicas de Hungría y el contagio financiero de la crisis de la deuda de la eurozona. En los dos primeros casos, el principio de 2012 ha sido un periodo en cierta medida perdido: la actividad sigue frágil y el problema magiar se mantiene sin excesivos avances. Por el contrario, el tercero de estos riesgos ha evolucionado mejor, ya que las tensiones financieras se han reducido.

Revisando con mayor detenimiento el primero de estos tres ámbitos, el de la actividad, el dato clave conocido ha sido el crecimiento del cuarto trimestre, disponible para Eslovaquia, Hungría, República Checa y Rumania (está pendiente de publica-

ción, por tanto, la cifra correspondiente a Polonia). Aunque las previsiones que se manejaban ya dibujaban un escenario de debilidad bastante generalizado, la realidad introdujo ciertos matices.

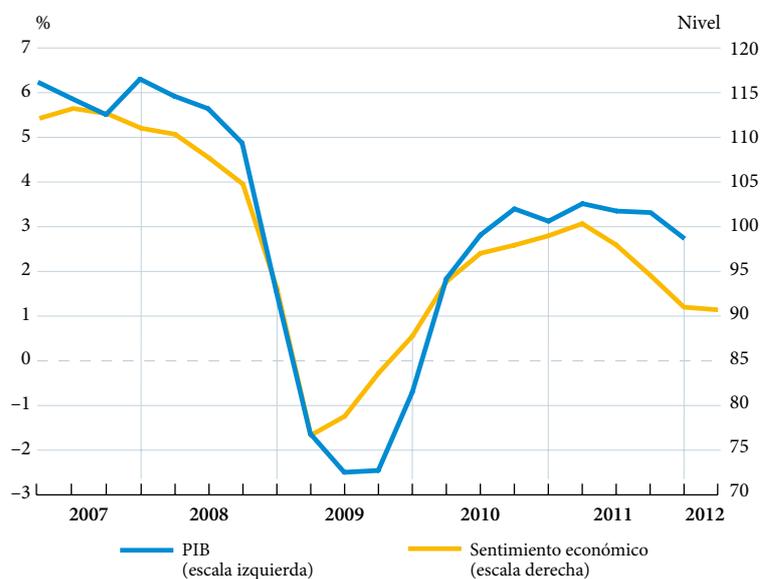
La primera de las economías mencionadas, Eslovaquia, sorprendió abiertamente al crecer un 0,9% intertrimestral (3,3% interanual) en el cuarto trimestre. A falta de conocer el detalle de componentes, ciertas informaciones sugieren que este buen comportamiento puede derivarse de la inversión en bienes de equipo, y más concretamente de un gran proyecto de inversión automovilístico. También ofreció un mejor crecimiento de lo esperado la economía magiar. Aunque tampoco se ha publicado la desagregación de componente por el lado de la demanda, algunas fuentes apuntan al comportamiento exportador como el factor clave que justifica un avance intertrimestral del PIB del 0,3%, equivalente al 1,5% interanual.

**En Europa emergente, la actividad flojea en el cuarto trimestre y la tónica se mantiene en el tramo inicial de 2012.**

**Prevedemos que en 2012 Hungría caiga en la recesión, la República Checa borde el crecimiento nulo...**

### TRANSITANDO POR UNA ETAPA DE DEBILIDAD DE LA ACTIVIDAD EN EUROPA EMERGENTE

Indicador de sentimiento económico y variación interanual del PIB real (\*)



NOTA: (\*) Media ponderada de Polonia, Hungría, la República Checa, Eslovaquia y Rumania. El dato del primer trimestre de 2012 del sentimiento económico es el correspondiente a enero.

FUENTES: Eurostat, Comisión Europea, Thomson Reuters Datastream y elaboración propia.

**...mientras Rumania y Eslovaquia crecerán por encima del 1%.**

En el otro lado de la balanza se encuentran la República Checa y Rumania. En estos dos países el retroceso intertrimestral del PIB (del 0,3% y 0,2%, respectivamente) es de mayor magnitud de lo previsto. Los datos parciales disponibles apuntan a que el deterioro exportador, muy afectado por la recesión de la eurozona, es el principal causante de este descenso de la actividad. En tasa interanual, la República Checa creció un 0,5% en el cuarto trimestre y Rumania lo hizo un 2,1%.

¿Qué puede esperarse a partir de aquí en términos de ciclo de la actividad? Los escasos datos disponibles referidos al primer trimestre, y en particular el indicador de sentimiento económico, apuntan a que la región todavía va a mantener un tono de debilidad en los primeros meses de 2012. En los casos de la República Checa y Rumania, cuya demanda externa se ha ajustado rápidamente al deterioro en la zona del euro, creemos que el peaje en la exportación no se revertirá apreciablemente antes del verano. En la segunda mitad de 2012 la recuperación en la eurozona debería permitir una mejoría. En definitiva, en el conjunto del ejercicio, prevemos un crecimiento del 0,3% para la economía checa y del 1,1% en el caso de Rumania.

Para Eslovaquia estimamos notablemente improbable que la inversión en bienes de equipo repita la sorpresa positiva del cuarto trimestre de 2011, lo que sumado a la debilidad de su demanda externa situaría el crecimiento en 2012 en el 1,4%.

El caso húngaro es más complejo, y su comentario nos permite introducir el segundo frente de riesgo regional, precisamente el derivado de los problemas financieros magiars. A diferencia de los países anteriores, Hungría presenta un problema específico de financiación exterior de su economía. Ello justificó el inicio de negociaciones con el FMI y la Unión Europea

en noviembre pasado de un crédito que compensase dicho desequilibrio financiero. Desafortunadamente, las expectativas quedaron truncadas tras el mal desarrollo de las negociaciones durante diciembre de 2011.

La falta de progreso negociador se está debiendo a notables diferencias que separan a las partes en cuestiones fundamentales, como la independencia del banco central de Hungría, y otras más vinculadas con la forma en que se realizó el ajuste presupuestario en 2011 (basado en medidas excepcionales y con efectos distorsionadores en el crecimiento a largo plazo de la economía). Una serie de recursos presentados por las instituciones comunitarias y el inicio del llamado procedimiento de déficit excesivo han acabado de complicar el panorama.

Aunque en las últimas semanas parece que el Gobierno húngaro está más abierto a cambios en su política económica y ajustes institucionales en la línea de lo propuesto por los organismos multilaterales, la incertidumbre financiera permanece elevada (la prima de riesgo de los bonos a 3 años estaba situada en la zona de los 460 puntos básicos el 22 de febrero). Adicionalmente, parece inevitable que se acometan nuevos ajustes presupuestarios que tendrán su impacto en la actividad. En definitiva, esperamos un año de recesión moderada (caída del 0,3% del PIB) en nuestro escenario central, con riesgos elevados de que finalmente el año se salde con una mayor caída de la actividad.

Finalmente, en el tercero de los frentes, el de las repercusiones de la crisis de la deuda de la eurozona en forma de tensiones financieras, febrero ha sido un mes positivo. Los niveles actuales de la prima de riesgo se están alejando sensiblemente de los valores registrados a principios de 2012, tendencia que incluso beneficia al caso húngaro.

**Hungría necesita la ayuda financiera del FMI y la Unión Europea, pero sin reformas acceder a ella será improbable.**

**Las tensiones financieras remiten en la región.**

# MERCADOS FINANCIEROS

## Mercados monetarios y de capital

### ¿Un punto de inflexión definitivo para los mercados?

Durante febrero, el escenario financiero global ha seguido dominado por los focos de inestabilidad que desde hace varios trimestres condicionan el ánimo de los inversores. A saber: la crisis de deuda europea y el temor a una desaceleración brusca en los países emergentes (China en particular). Por si ello fuera poco, recientemente un número creciente de analistas ha comenzado a incorporar a sus proyecciones el impacto de un eventual empeoramiento de la situación en Irán, y consiguiente encarecimiento del petróleo.

Pero a pesar de estas amenazas, desde principios de año se percibe un cambio favorable en el pulso de los mercados financieros. La decidida actuación de los bancos centrales, garantizando ingentes niveles de liquidez, y la acentuación del compromiso de los líderes políticos europeos, están dando apoyo a un proceso incipiente de cambio en la percepción sobre el futuro del sistema financiero, y en última instancia, de la economía real. La contención de los riesgos en la crisis de deuda de la eurozona (menor probabilidad de escenarios extremos de ruptura o similar) junto a la observación de tasas de crecimiento de la economía internacional algo mejor de lo previsto, están ayudando a restaurar un pilar primordial: la confianza de los agentes. El reflejo más inmediato se puede encontrar en el buen comportamiento que desde principios de año están teniendo los mercados de activos con riesgo, en concreto la bolsa y la renta fija corporativa.

### Los bancos centrales, pieza clave

En el contexto económico y financiero actual, los bancos centrales están desempeñando un papel crucial. En primer lugar, como incentivadores del crecimiento. En segundo lugar, como garantes de la liquidez del sistema financiero. Gracias a la contundencia de sus actuaciones, a través de medidas cuantitativas no convencionales, han conseguido apuntalar el riesgo de contagio sistémico de la crisis financiera actual, restaurar la confianza de los inversores en los mercados de capitales, y facilitar la capacidad de financiación del sector bancario.

En Estados Unidos, la actuación de la Reserva Federal (Fed) obedece al patrón arriba descrito. En las actas de la última reunión de política monetaria se pueden encontrar las claves al respecto. Los miembros del Comité de la Fed decidieron proseguir con la estrategia de mantener los tipos de interés oficiales en el rango mínimo posible (0%-0,25%). La novedad estuvo en la mención de que esta situación probablemente se extendería hasta finales de 2014, retrasando así las expectativas de los inversores que esperaban que fuera hasta mediados de 2013. Asimismo, por primera vez en la historia de la entidad, los responsables de la Fed hicieron público un objetivo de inflación a largo plazo para su política monetaria. De esta manera, pretenden mantener ancladas las expectativas inflacionistas y moderar el ascenso de los tipos de interés a largo plazo, lo cual debería ayudar a impulsar el empleo. En concreto, el objetivo de la tasa de inflación acordado fue del 2%, coincidiendo con la

**Los riesgos sobre el escenario financiero global persisten, aunque su intensidad se ha moderado.**

**La actuación de los bancos centrales es determinante en la coyuntura financiera actual.**

**La Reserva Federal dice que prolonga la estrategia de tipos de interés bajos hasta finales de 2014.**

**En el seno de la Fed se contempla la implantación de nuevas medidas monetarias cuantitativas.**

cuantía establecida por el Banco Central Europeo (BCE).

En esta reunión también se analizaron, entre otros, los aspectos relativos a las medidas monetarias de carácter excepcional que la Fed lleva ejecutando desde 2008. En este sentido, los inversores prestaron mayor relevancia a la probabilidad de que la Reserva Federal pudiera implantar un nuevo programa de medidas extraordinarias (*quantitative easing*) en los próximos meses. Ante esta posibilidad, es conocida la existencia de dos posturas en el seno de la Fed. De una parte, un primer grupo de miembros de la entidad es partidario de aumentar la compra de activos por parte del banco central mientras la tasa de desempleo sea elevada y no se creen presiones inflacionistas. Un segundo grupo opina que solo se debería proceder a ello si el proceso de recuperación de la economía perdiera fuerza o si se percibieran amenazas deflacionistas. Por el momento, la decisión adoptada es esperar y ver.

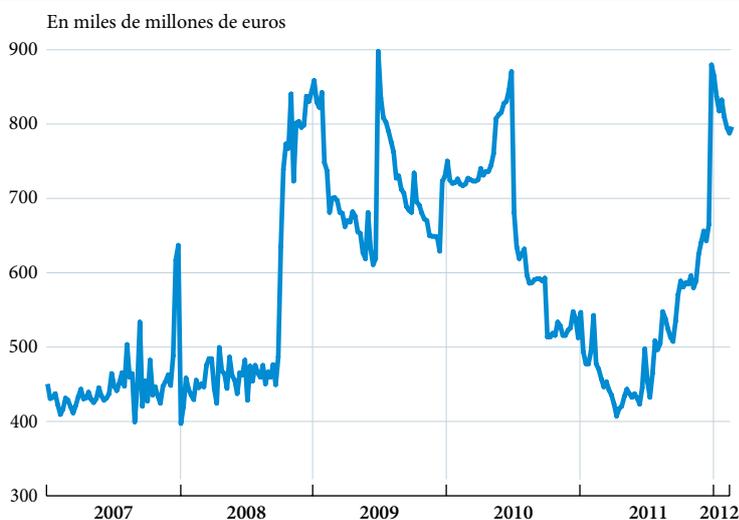
En la eurozona, el BCE también apuesta por una política monetaria expansiva para dar sostenibilidad a la economía de la región, a la vez que abastece de extensa liqui-

dez al sistema financiero. En base a este propósito, la entidad decidió mantener el tipo de interés rector en el 1% en febrero. No obstante, el presidente de la entidad, Mario Draghi, señaló que aunque el futuro de la economía de la eurozona se enmarca en un escenario de elevada incertidumbre y de riesgos a la baja para el crecimiento, se aprecia en el arranque de año una tenue mejoría en algunos indicadores económicos de la región.

Otra de las premisas sobre las que se ciemia la política monetaria actual del BCE es la de facilitar el acceso a la liquidez de la banca europea, y por ende de la economía real. Para dar este sostén al sector, la entidad utiliza una serie de medidas no convencionales de carácter temporal. Entre ellas destacan las subastas de préstamos de cuantía ilimitada con vencimiento a tres años (LTRO). Según el propio Draghi, se han observado algunos efectos favorables posteriores a la primera de las dos subastas (celebrada en diciembre), como el descenso de las probabilidades de agravamiento de la crisis crediticia y el abaratamiento del coste de financiación de los bancos. Igualmente, expresó su confianza en el éxito de la segunda subasta anuncia-

**El BCE mantiene el tipo de interés de referencia en el 1%.**

**PRÉSTAMOS DEL BCE A ENTIDADES FINANCIERAS DE LA EUROZONA**



FUENTE: Bloomberg.

da para finales de febrero. En esta reunión también se aprobó la ampliación o relajamiento de los criterios de aceptación de garantías en las operaciones de crédito con el BCE, y de las medidas de control de riesgos propuestas por siete bancos centrales de la eurozona (entre ellos los de Italia, Francia y España).

En cuanto a la actuación directa del BCE en la resolución de la crisis de deuda soberana de la eurozona, las novedades recientes más significativas son las relativas a la participación del banco central en la reestructuración de la deuda pública griega. Atendiendo a las condiciones impuestas por la propia entidad, el BCE no asumirá recorte alguno en sus posiciones, y entregará los beneficios obtenidos cuan-

do vayan venciendo sus bonos griegos (adquiridos meses atrás en el Programa de Mercado de Valores) a los bancos centrales nacionales. Estos, a su vez, podrán distribuir los beneficios a sus respectivos Gobiernos, que destinarían los recursos a los paquetes de ayuda a Grecia.

Por su parte, las autoridades monetarias de los países emergentes se enfrentan al reto de la gestión de la desaceleración del crecimiento económico en un entorno de inflación todavía relativamente elevada. La mayoría de estos bancos centrales han comenzado a dotar a sus políticas monetarias de un sesgo más expansivo, siendo la reducción de los tipos de interés el principal instrumento para llevar a cabo su propósito, pero no el único. Ciertamente, las

**Las operaciones de liquidez a tres años han permitido mejores condiciones de financiación al sector bancario.**

**Las políticas monetarias de las economías emergentes se están tornando más expansivas.**

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

En porcentaje anual

	Zona del euro			Estados Unidos		Japón	Reino Unido		Suiza
	Subastas BCE (2)	Euríbor (5)		Nivel objetivo de Reserva Federal (3)	Tres meses (5)	Tres meses (5)	Tipo de intervención Banco de Inglaterra (4)	Tres meses (5)	Tres meses (5)
		Tres meses	Un año						
<b>2011</b>									
Enero	1,00	1,07	1,64	0,25	0,30	0,19	0,50	0,78	0,26
Febrero	1,00	1,09	1,77	0,25	0,31	0,19	0,50	0,80	0,10
Marzo	1,00	1,24	2,00	0,25	0,30	0,20	0,50	0,82	0,28
Abril	1,25	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
<b>2012</b>									
Enero	1,00	1,13	1,75	0,25	0,54	0,20	0,50	1,08	0,47
Febrero (1)	1,00	1,02	1,65	0,25	0,49	0,20	0,50	1,07	0,60

NOTAS: (1) Día 22.

(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.

**Los tipos de interés interbancarios se reducen progresivamente.**

presiones inflacionistas derivadas del encarecimiento de las materias primas a principios de 2011 se han moderado en el transcurso de los últimos meses. Gracias a ello, los responsables monetarios de países emergentes tienen cierto margen de actuación para evitar una ralentización brusca de sus tasas de crecimiento económico. Desafortunadamente, el reciente repunte del precio del petróleo, al hilo de las tensiones en Oriente Medio, supone un obstáculo en el diseño de esta estrategia de relajamiento. Todo hace pensar que las autoridades maniobrarán con cautela, espaciando y graduando las medidas. Este es el caso de China, donde la máxima autoridad monetaria ha reducido el coeficiente de reservas requerido a la banca comercial, con el propósito de dinamizar el crédito a empresas y familias.

de la senda bajista iniciada en la recta final del año pasado. La continuidad de esta tendencia es resultado, en gran medida, del escenario actual de laxitud de los tipos oficiales y de las agresivas medidas cuantitativas practicadas por los bancos centrales. En el caso del tipo de interés euríbor, los progresos realizados en el seno de la eurozona con el fin de contener los riesgos de la crisis de crédito han contribuido favorablemente a la moderación de los tipos de interés con vencimiento a un año. No obstante, las disfunciones en el mercado interbancario europeo siguen siendo relativamente altas, tal y como se refleja en los elevados niveles de depósitos *overnight* que la banca realiza en el BCE.

**La rentabilidad de la deuda de las principales economías se mantiene estable en niveles muy bajos.**

En lo relativo a los mercados interbancarios en la eurozona y en Estados Unidos, los tipos de interés se mantuvieron dentro

**La caída de las primas de riesgo da un respiro a la deuda pública**

Como viene ocurriendo desde el último trimestre de 2011, en febrero las *yields* de

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

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

	Alemania	Francia	España	Italia	Estados Unidos	Japón	Reino Unido	Suiza
<b>2011</b>								
Enero	3,16	3,53	5,37	4,72	3,37	1,22	3,66	1,87
Febrero	3,17	3,55	5,39	4,84	3,43	1,26	3,60	1,90
Marzo	3,35	3,71	5,30	4,82	3,47	1,26	3,69	1,96
Abril	3,31	3,64	5,47	4,74	3,41	1,24	3,58	2,06
Mayo	3,02	3,39	5,36	4,78	3,06	1,17	3,29	1,82
Junio	3,03	3,41	5,45	4,88	3,16	1,14	3,38	1,73
Julio	2,54	3,23	6,08	5,87	2,80	1,08	2,86	1,36
Agosto	2,15	2,83	5,04	5,13	2,18	1,02	2,50	1,08
Septiembre	1,89	2,60	5,14	5,54	1,92	1,03	2,43	0,94
Octubre	2,03	3,10	5,54	6,09	2,11	1,05	2,44	1,00
Noviembre	2,26	3,68	6,69	7,25	2,00	1,06	2,29	0,89
Diciembre	1,83	3,15	5,09	7,11	1,88	0,99	1,98	0,66
<b>2012</b>								
Enero	1,79	3,05	4,97	5,95	1,80	0,97	1,97	0,72
Febrero (*)	1,93	2,99	5,11	5,52	2,03	0,98	2,15	0,79

NOTA: (\*) Día 22.  
FUENTE: Bloomberg.

la deuda pública de Estados Unidos y Alemania se han movido en una franja que supone niveles mínimos históricos. No obstante, a pesar de permanecer dentro de esta horquilla de baja rentabilidad, se está produciendo un lento cambio en los determinantes de la evolución de los precios de los bonos. En un principio, la incertidumbre en torno a la crisis europea provocó la huida de los inversores hacia los bonos de Estados Unidos y Alemania como activos refugio, suscitando el encarecimiento de los mismos (descenso de las *yields*). Ahora que estos riesgos parecen estar más contenidos, el factor que está condicionando estos mercados es la certeza de los inversores sobre la continuidad de los tipos oficiales en niveles muy reducidos por un largo tiempo, así como un muy elevado exceso de liquidez. La consecuencia es un mercado empantanado. En el caso norteamericano, el mercado de deuda se ha desenvuelto bajo un tono de relativa estabilidad durante el mes de febrero. En base a los datos conocidos sobre la evolución de su economía y la estrategia de la Fed, durante los próximos meses el comportamiento de este mercado seguramente seguirá caracterizándose por esta firmeza. Aun así, no se deberían de obviar a medio plazo posibles riesgos derivados de un aumento de las expectativas inflacionistas, o la pérdida de confianza de los inversores internacionales ante un deterioro del desajuste fiscal de la nación.

En la eurozona, el comportamiento de la deuda alemana también ha estado dominado por el equilibrio. Ciertamente, los progresos en materia fiscal en la eurozona han reducido las tensiones existentes en el mercado de deuda soberana europeo. Pero los efectos de esta circunstancia apenas se han reflejado en las rentabilidades alemanas, que han permanecido en niveles muy bajos (por debajo del 2% en el plazo de 10 años). Esto, además del mencionado exceso de liquidez, es atribuible también en parte al lastre ejercido por la delicada

situación de la economía real europea. Sin embargo, la moderación de las tensiones crediticias sí que ha posibilitado la reducción de las primas de riesgo de la deuda soberana de los países en dificultades. En este escenario, y a excepción de Grecia y Portugal, la percepción de solvencia de los inversores sobre las economías periféricas de la eurozona se ha incrementado desde enero. Este aspecto se está poniendo de manifiesto en cada subasta que han venido realizando los Gobiernos de Italia y España. En el caso de España, el Tesoro ha logrado colocar desde enero un tercio del total previsto de emisiones de deuda pública para 2012, a menor precio que en anteriores subastas, y con una afluencia importante de inversores.

En las últimas semanas de febrero, se resolvieron parte de las dudas en cuanto a la concesión del segundo paquete de rescate a Grecia y los términos de la reestructuración de su deuda soberana. No obstante, aún restan importantes cuestiones por dilucidar. Así, durante el próximo mes las condiciones acordadas entre la troika y el Gobierno heleno deberán de ser aprobadas por los parlamentos de algunos países, mientras que los bonistas privados deben pronunciarse sobre la quita propuesta.

### **El euro fluctúa al son de la crisis de deuda soberana**

Al albor del renovado apetito por el riesgo de los inversores y ante la resolución favorable de las controvertidas negociaciones para la entrega del segundo paquete de ayuda a Grecia, el tipo de cambio del euro ha estado sometido a presiones en ambos sentidos. Finalmente, el saldo del mes ha sido favorable para el euro, cuya apreciación en su cruce con el dólar ha sido cercana al 1,5%. Esta variación mensual se enmarca dentro de la prolongada etapa de volatilidad relativamente elevada pero evolución plana por la que atraviesa la re-

**La estrategia de la Fed sobre los tipos de interés sostiene el precio de los bonos.**

**La moderación de las tensiones en la eurozona ha favorecido el descenso de las primas de riesgo.**

**El tipo de cambio del euro recoge los avances en la resolución de la crisis de la región.**

## TIPOS DE CAMBIO DE LAS PRINCIPALES MONEDAS

22-02-12

	Tipo de cambio	% variación (*)		
		Mensual	s/diciembre 2011	Anual
<b>Frente al dólar de EEUU</b>				
Yen japonés	80,3	4,0	4,2	-3,1
Libra esterlina	0,638	0,7	0,8	-3,0
Franco suizo	0,912	-1,7	-2,8	-2,9
Dólar canadiense	1,001	-0,8	-2,0	1,0
Peso mexicano	12,838	-2,6	-8,6	5,5
<b>Frente al euro</b>				
Dólar de EEUU	1,323	-1,7	-2,1	3,1
Yen japonés	106,2	5,6	6,2	-6,4
Franco suizo	1,207	0,0	-0,8	-6,2
Libra esterlina	0,844	1,0	1,3	-0,2
Corona sueca	8,825	0,5	-1,1	0,3
Corona danesa	7,437	0,0	0,1	-0,3
Zloty polaco	4,189	-2,1	-6,6	5,1
Corona checa	25,19	-0,6	-1,6	2,6
Forint húngaro	288,8	-3,9	-9,1	5,5

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

FUENTE: Bloomberg.

### La mejora de las condiciones de crédito provoca un aumento de la actividad en este mercado.

lación entre ambas divisas. Así, el nivel de 1,34 dólares por euro de este febrero se observó también a principios de 2011 y de 2010. A partir del análisis de las proyecciones económicas y financieras de ambas regiones, cabe esperar que esta dinámica de oscilaciones más o menos pronunciadas alrededor de una tendencia lateral se mantenga durante lo que queda de año. Por otro lado, las divisas de los países emergentes han reanudado su senda de apreciación tanto frente al dólar como frente al euro, apoyadas en la reducción de la aversión al riesgo global y en la perspectiva de que las economías emergentes conseguirán un aterrizaje suave.

### Los mercados de bonos corporativos aceleran el pulso

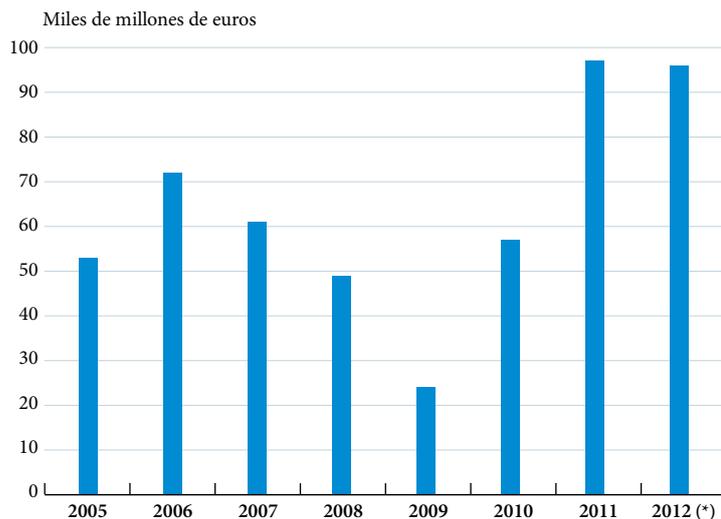
La actividad en los mercados de crédito se ha mantenido en ascenso durante el mes

de febrero. Factores como la contundente actuación de los bancos centrales y la minoración de los riesgos soberanos y financieros a nivel global han sido detonantes suficientes de la nueva etapa de expansión en los mercados de renta fija privada. No es sorprendente por lo tanto que este impulso se esté haciendo más palpable en la eurozona. En sintonía con la mejora de los *spreads* soberanos del área, se han intensificado los estrechamientos de los diferenciales corporativos, con especial notoriedad en los países periféricos. Esta circunstancia se ha visto reforzada con el aumento de las emisiones de bonos privados de elevada calidad (*investment grade*) en varias divisas, y con la paulatina reapertura del mercado para algunos emisores de contrastada solvencia de España e Italia. Igualmente, destaca el buen comportamiento de las colocaciones del sector bancario europeo, resaltando las realizadas por las entidades de los países perifé-

### Se reabren las emisiones de bonos de compañías italianas y españolas.

## EL AÑO HA COMENZADO CON UN GRAN VOLUMEN DE EMISIONES DE DEUDA COMPARATIVA

Emisiones de bonos corporativos. *Covered bonds* de la eurozona



NOTA: (\*) Emisiones 1 enero - 23 febrero.

FUENTE: Bloomberg.

ricos en dificultades. La mayoría de los bancos ha optado por la financiación a través de la emisión de los denominados *covered bonds*, posteriormente utilizados con frecuencia para la obtención de préstamos del BCE. No obstante, desde las agencias de *rating* se ha advertido de los riesgos que un exceso de dependencia de esta clase de emisiones podría tener para los tenedores de bonos ordinarios (sénior), al generarse una subordinación de su deuda.

En Estados Unidos la situación es de bonanza consolidada. El entorno de recuperación económica, abundancia de liquidez y tipos de interés muy bajos dota de una mayor estabilidad y eficiencia a los mercados privados de crédito. Un hecho destacado es el que se ha observado en el segmento de los bonos de alto riesgo y alta rentabilidad (*high yield*), donde se ha producido un significativo aumento de los flujos de capital hacia esos activos. En el escenario descrito, los inversores se ven empujados a aceptar mayores riesgos para alcanzar sus objetivos de rentabilidad.

Desde el prisma de las emisiones, cabe destacar la continuidad del aumento de las colocaciones de deuda (*investment grade* y *high yield*) de las compañías no financieras, frente al menor ritmo que se ha observado en las corporaciones financieras. Agregadamente, las empresas de Estados Unidos presentan una posición financiera sólida, con unas estructuras de endeudamiento de larga duración y elevadas posiciones de liquidez.

Pero donde los mercados de crédito están experimentando mayores subidas es en los países emergentes. La revisión favorable de los *ratings* soberanos de buena parte de estas economías durante los últimos meses (principalmente en Latinoamérica), unido a la sostenibilidad de las perspectivas económicas que se desprenden de la actuación de las autoridades monetarias, han propiciado la mejora de la confianza de los inversores y la atracción de mayor volumen de capitales internacionales hacia estos mercados.

**La mayor estabilidad de las perspectivas económicas y financieras en Estados Unidos beneficia a su mercado de crédito.**

**Los fondos de renta fija corporativa emergente registran un aumento de la afluencia de capital extranjero.**

**Las bolsas se mantienen al alza desde principios de año. España se queda rezagada.**

**Las perspectivas de las compañías norteamericanas son favorables.**

## Los inversores vuelven a apostar por la bolsa

Las bolsas internacionales han mantenido en febrero el buen tono mostrado durante el mes anterior. Desde inicios de año, la revalorización media de los principales índices se sitúa alrededor de los dos dígitos, lo que supone que está siendo el mejor comienzo de año para la renta variable en dos décadas. Desafortunadamente, la bolsa española es una de las pocas que se ha quedado rezagada. A nivel global, varios aspectos están favoreciendo este comportamiento. Además de la ya comentada mejora del escenario económico y financiero a nivel internacional (y europeo en particular), destaca la mejora del sentimiento de los inversores hacia los activos de riesgo, el retorno paulatino de los flujos de capital hacia los fondos de acciones, y el aumento del reparto de los beneficios empresariales entre los accionistas, vía dividendos o recompra de acciones. Esta práctica, que habitualmente se vincula a valores con una significativa rentabilidad por dividen-

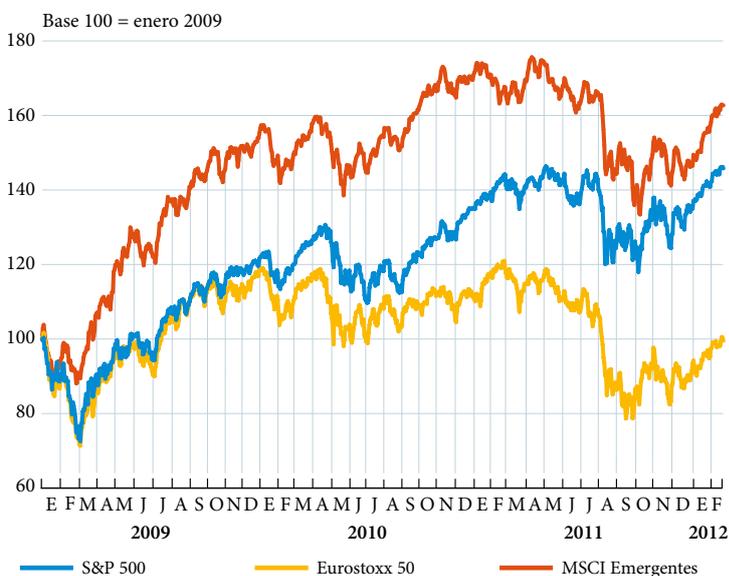
do, está siendo premiada en los mercados bursátiles con subidas en su precio de cotización.

En Estados Unidos, el balance de la campaña de resultados trimestrales de las empresas del S&P 500 ha sido favorable. Su efecto sobre el ánimo de los inversores se ha visto acrecentado gracias a la proyección por parte de la propia Fed de tipos de interés en el 0% por un largo periodo, así como por la aprobación en el Congreso de la extensión de las ayudas fiscales a los desempleados. En suma, estos factores, y la mejora de las perspectivas económicas y empresariales, están dando soporte a la revalorización de los índices norteamericanos, que se sitúan ya en los niveles más elevados de los últimos cuatro años.

En el caso de la eurozona es innegable el hecho de que los avances de la crisis de deuda soberana de la periferia de la región, y en concreto de Grecia, afectan significativamente sobre la marcha de los índices bursátiles. La evolución relativamente fa-

### LAS BOLSAS ACUMULAN INTENSAS REVALORIZACIONES EN 2012

Índices de bolsas



FUENTE: Bloomberg.

## ÍNDICES DE LAS PRINCIPALES BOLSAS MUNDIALES

22-02-2012

	Índice (*)	% variación mensual	% variación acumulada	% variación anual
Nueva York				
<i>Dow Jones</i>	12.948,4	1,8	6,0	6,0
<i>Standard &amp; Poor's</i>	1.359,6	3,4	8,1	3,4
<i>Nasdaq</i>	2.940,5	5,5	12,9	6,7
Tokio	9.554,0	9,0	13,0	-10,4
Londres	5.918,7	3,3	6,2	-1,3
Zona del euro	2.522,7	3,9	8,9	-15,4
<i>Fráncfort</i>	6.851,2	7,0	16,2	-6,4
<i>París</i>	3.450,9	3,9	9,2	-14,8
<i>Ámsterdam</i>	327,1	2,1	4,7	-11,3
<i>Milán</i>	16.589,6	6,1	9,9	-24,6
<i>Madrid</i>	8.677,1	1,3	1,3	-18,9
Zúrich	6.182,2	1,0	4,1	-6,6
Hong Kong	21.549,3	7,2	16,9	-6,3
Buenos Aires	2.832,2	-1,2	15,0	-19,9
São Paulo	66.199,7	6,2	16,6	-2,7

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.

vorable de los recientes acontecimientos y la caída de las primas de riesgo soberanas están teniendo su reflejo en el ascenso de las principales bolsas de la región, destacando entre ellas el Dax alemán. Asimismo, la disminución de las tensiones en los mercados europeos ha permitido que se levantara la prohibición de realizar ventas en corto de acciones de entidades financieras en varios países europeos. Aunque en un principio se temía una avalancha de ventas de títulos del sector bancario, finalmente el progresivo saneamiento de los balances de la banca y el respaldo financiero del BCE han sido argumentos suficientes para contrarrestar la amenaza.

Al igual que ocurre en la renta fija privada, los mercados bursátiles de los países emergentes están viviendo una etapa de esplendor. El freno ordenado y controlado de sus tasas de crecimiento y el aumento de las expectativas de nuevos recortes de tipos de interés oficiales, auguran un potencial de revalorización atractivo para los inversores extranjeros. Adicionalmente, las compañías de estos países están aprovechando esta circunstancia para realizar nuevas emisiones de acciones, con las que obtener financiación adicional de cara a emprender nuevos proyectos de inversión.

**Los índices bursátiles europeos recogen positivamente los avances en la resolución de la crisis.**

**Las bolsas emergentes suben apoyadas en las expectativas de menores tipos de interés.**

## Actividad económica

**En el cuarto trimestre, el PIB cayó un 0,3% intertrimestral.**

### Recesión con matices importantes

El escenario de recesión se va confirmando poco a poco pero con matices importantes a tener en cuenta. Durante el mes de febrero, el Instituto Nacional de Estadística (INE) dio por definitivo el retroceso intertrimestral del 0,3% del producto interior bruto (PIB) del cuarto trimestre de 2011. La valoración de esta cifra no es fácil. Puede parecer una caída relativamente moderada, sobre todo si la comparamos con el 0,7% de Italia y los Países Bajos o el 1,3% de Portugal. Además, los primeros indicadores de actividad del mes de enero parecen haber cambiado el tono recesivo de los últimos meses. Sin embargo, debemos ser muy cautelosos con la interpretación de los mismos ya que el desglose por componentes del PIB revela que la contracción de la actividad está siendo impulsada por un retroceso de la demanda interna mayor del esperado. Estos matices son los que valoramos a continuación.

Por lo que se refiere a la evolución de los componentes del PIB, se esperaba que el consumo de los hogares retrocediera respecto al registro del tercer trimestre. El aumento del paro que se produjo durante el segundo semestre y el aumento de la incertidumbre generada por el repunte de las tensiones en la eurozona así lo sugerían. Pero la magnitud del ajuste, -1,0% intertrimestral, nos ha sorprendido. La evolución de las importaciones ha sido también muy negativa, con un retroceso del 6,5% respecto al trimestre anterior. Una caída que recuerda al retroceso experimentado durante los peores trimestres de la última recesión, entre el último trimestre de 2008 y el primero de 2009, cuan-

do las importaciones retrocedieron alrededor del 20%.

Los hogares, por lo tanto, parece que están reaccionando con extremada prudencia ante el cambio de perspectivas económicas. Será muy interesante analizar la evolución de la tasa de ahorro del cuarto trimestre, que todavía no se ha publicado. Ello nos dará información de qué parte del retroceso del consumo se debe al retroceso de la renta, debido al deterioro del mercado laboral, y qué parte se debe al aumento del ahorro por precaución. La importancia relativa de cada uno de los factores determinará la velocidad de la recuperación. Si el principal factor es el ahorro por precaución, la recuperación del consumo podría ser relativamente rápida a medida que las tensiones en los mercados de deuda soberana europea vayan disipándose y las expectativas de recuperación vayan ganando terreno. Si, por el contrario, el papel del deterioro del mercado de trabajo ha sido importante, ello podría conllevar una recuperación del consumo más lenta.

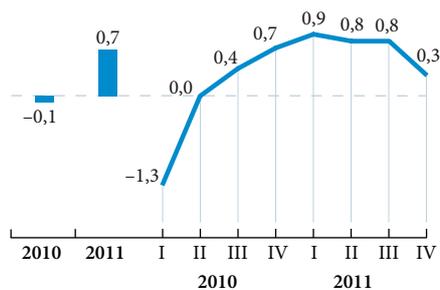
Históricamente, la recuperación del mercado laboral se produce con cierto retraso y de forma más gradual que la actividad. En este sentido, la mayor flexibilidad del mercado introducida por la reforma laboral podría acelerarla (para una evaluación de la misma consultar el capítulo de mercado laboral). De momento, la contabilidad nacional trimestral ya nos avanza que muy probablemente el papel de este factor no será menor. En el último trimestre, la remuneración de los asalariados, que durante el año había anotado un retroceso promedio del 0,6%, se contrajo un 2,1% en términos interanuales.

**Las causas del retroceso del consumo aclararán la rapidez de la recuperación.**

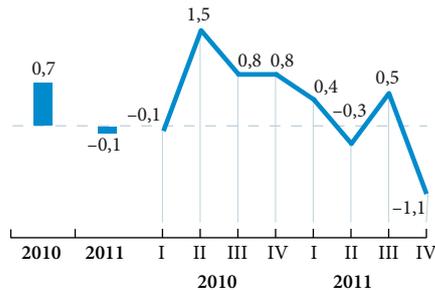
## EVOLUCIÓN DEL PIB DE ESPAÑA POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual (\*)

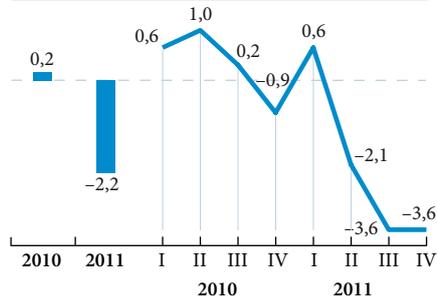
### PIB



### Consumo de los hogares



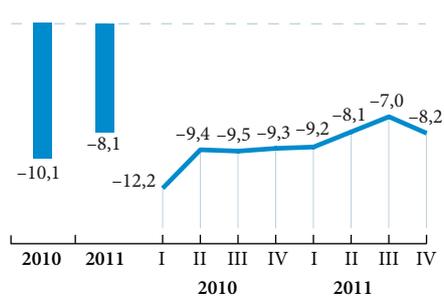
### Consumo público



### Inversión en bienes de equipo



### Inversión en construcción



### Demanda nacional (\*\*)



### Exportaciones de bienes y servicios



### Importaciones de bienes y servicios



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

(\*\*) Contribución al crecimiento del PIB.

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

**El consumo público y la inversión también retroceden significativamente.**

Por otro lado, el retroceso del consumo público también ha sido significativo, del 1,1% intertrimestral, pero en este caso el importante ajuste al que están siendo sometidas las cuentas públicas ya permitía anticipar una disminución significativa. El caso de la inversión es también destacable. Tanto la inversión en equipo como en construcción registraron un retroceso cercano al 4% intertrimestral. Unas cifras inferiores a las alcanzadas en 2009, cuando la inversión en equipo retrocedió más de un 10% durante dos trimestres seguidos, pero nada despreciables.

El único dato positivo lo ofrecieron las exportaciones de servicios, que crecieron un 2,4%. A pesar de ello, el retroceso de las exportaciones de bienes, del 3,4%, acabó llevando al total de exportaciones al terreno negativo.

La información que nos proporciona el desglose del cuarto trimestre no es, por tanto, muy halagüeña. El tono positivo lo ponen los indicadores adelantados del mes de enero, especialmente por el lado de la oferta. El consumo de electricidad, por ejemplo, retrocedió un 2,6% en términos

## INDICADORES DE OFERTA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2010	2011	2011				2012
			I	II	III	IV	Enero
<b>Industria</b>							
Consumo de electricidad (1)	2,9	-1,1	0,5	0,5	-1,2	-4,3	-2,6
Índice de producción industrial (2)	0,8	-1,4	1,8	-1,1	-1,4	-5,0	...
Indicador de confianza en la industria (3)	-13,8	-12,5	-8,6	-10,7	-14,4	-16,5	-14,8
Utilización capacidad productiva (4)	72,0	73,3	72,6	74,7	73,3	72,7	72,5
Importación bienes interm. no energ. (5)	24,6	3,1	12,2	3,8	0,9	-4,0	...
<b>Construcción</b>							
Consumo de cemento	-15,4	-17,0	-2,1	-16,6	-21,0	-26,8	-23,3
Indicador de confianza en la construcción (3)	-29,7	-55,4	-54,1	-55,4	-58,6	-53,6	-58,4
Viviendas (visados obra nueva)	-17,3	-12,9	-6,8	-19,5	-5,3	-22,5	...
Licitación oficial	-37,9	-43,8	-45,6	-34,7	-45,4	-53,7	...
<b>Servicios</b>							
Ventas comercio minorista (6)	-1,0	-5,4	-5,9	-5,1	-4,2	-6,4	...
Turistas extranjeros	1,0	7,6	2,8	10,4	8,5	6,1	4,6
Ingresos turismo	3,9	8,8	6,7	12,2	8,8	6,1	...
Mercancías ferrocarril (t-km)	6,4	2,0	8,2	1,8	7,7	-9,8	...
Tráfico aéreo pasajeros	2,9	6,0	5,0	10,6	6,2	1,5	-3,0
Consumo de gasóleo automoción	-1,2	-3,6	-1,6	-4,5	-2,8	-6,1	...

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.

interanuales, 2,3 puntos porcentuales menos que en el mes de diciembre. El indicador de confianza de la industria mejoró sensiblemente hasta situarse en niveles de octubre del año pasado, corrigiendo así el importante deterioro de finales del año pasado. También la confianza de la construcción experimentó una leve mejora, aunque en este caso fue menor. Después de los últimos meses, estos datos podrían señalar un punto de inflexión, aunque es sin duda demasiado pronto para afirmarlo. Lo que es interesante es que la gran mayoría de los indicadores de oferta apuntan en esta dirección.

Por el lado de la demanda, disponemos de menos indicadores del mes de enero, lo que no nos permite tener una visión tan completa. De hecho, uno de los pocos indicadores de los que disponemos, la confianza de los consumidores, lejos de mejorar, experimentó un severo retroceso, que la situó a niveles que no se alcanzaban des-

de abril del pasado año. El dato positivo lo ofrecieron las matriculaciones de automóviles, que pisaron terreno positivo después de cuatro meses de acusados retrocesos.

Este escenario, por lo tanto, sugiere que la contracción de la actividad proseguirá, como mínimo, durante el primer semestre, aunque de momento no parece que el ritmo de contracción pueda alcanzar las cotas registradas hace dos años. Según nuestro escenario de previsiones, el PIB retrocederá un 1,0% en el conjunto del año, la misma previsión que ha publicado la Comisión Europea (CE). Su previsión, sin embargo, es algo más pesimista, ya que este es el ritmo de contracción que se alcanzaría sin ajustar apenas el déficit público. Si, al final, se mantiene el objetivo de déficit en el 4,4% del PIB, el ajuste que deberá llevar a cabo el Gobierno sería de tal magnitud que el retroceso sería mucho mayor.

**La mayoría de los indicadores adelantados de oferta son alentadores.**

## INDICADORES DE DEMANDA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2010	2011	2011				2012
			I	II	III	IV	Enero
<b>Consumo</b>							
Producción de bienes de consumo (*)	0,8	-1,0	-1,5	-0,8	0,7	-2,2	...
Importación de bienes de consumo (**)	-9,5	-2,2	-1,1	-8,7	1,2	0,4	...
Matriculaciones de automóviles	3,1	-17,7	-27,3	-26,4	-0,7	-5,5	2,5
Crédito al consumo de bienes duraderos	-12,3	-9,7	-13,9	-10,1	-4,4	...	-
Indicador de confianza de los consumidores (***)	-20,9	-17,1	-19,6	-16,1	-15,8	-16,8	-20,2
<b>Inversión</b>							
Producción de bienes de equipo (*)	-3,3	0,7	3,0	2,5	2,6	-5,3	...
Importación de bienes de equipo (**)	6,5	-3,1	2,3	-4,9	-1,5	-7,2	...
Matriculación de vehículos industriales	7,0	-6,6	-2,2	-11,2	5,8	-15,1	-17,4
<b>Comercio exterior (**)</b>							
Importaciones no energéticas	10,3	1,0	7,4	-0,7	0,8	-3,1	...
Exportaciones	15,6	10,1	16,0	9,0	10,9	5,4	...

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

(\*\*) En volumen.

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

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

**Los desequilibrios señalados por la CE pueden motivar más ajustes.**

La CE, además, también publicó el primer informe sobre el mecanismo de alerta de desequilibrios macroeconómicos. Este consiste en una selección de diez indicadores que reflejan los potenciales desequilibrios macroeconómicos internos y externos de los distintos países. España suspende 6 de los 10. Ello ha motivado la realización de un estudio más profundo

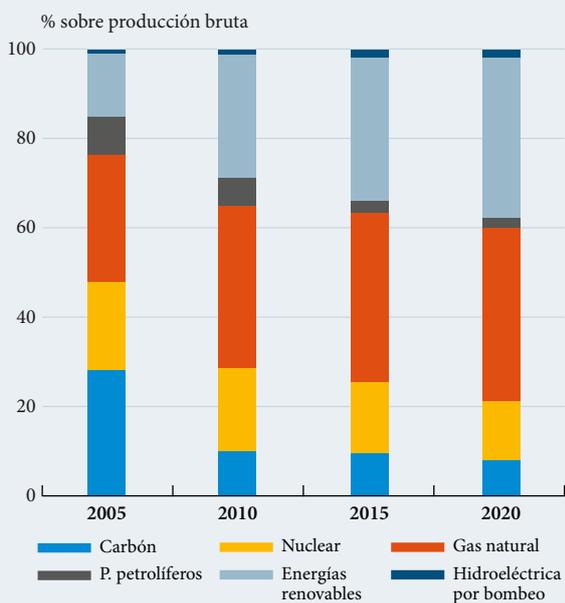
de la economía española, junto con otros 11 países, entre los que destacan Francia, Italia y el Reino Unido. Este análisis será la base para motivar las reformas que la CE recomendará a cada país. A pesar de la apretada agenda reformadora del nuevo Gobierno, parece que Bruselas podría ponerle más deberes.

## Objetivo renovables 2020: un *mix* complicado de regular

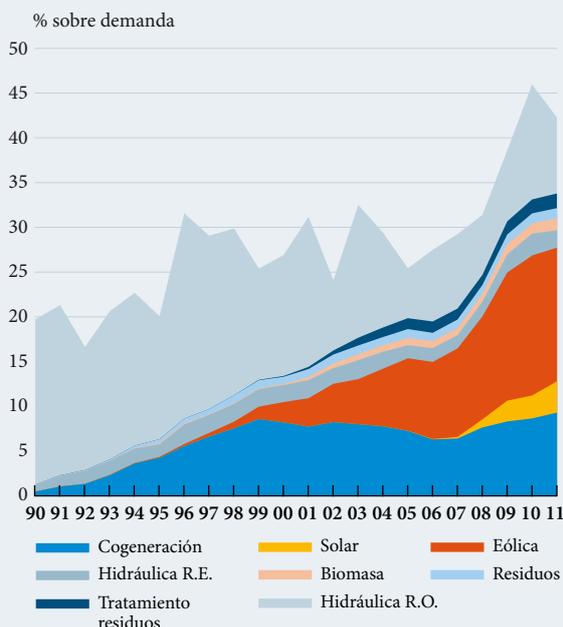
La regulación del sector eléctrico español lleva años siendo materia de discusión, principalmente por cómo se ha llevado a cabo la transición, desde un mercado monopolístico integrado verticalmente, a otro modelo en el que coexisten segmentos regulados (transmisión y distribución) con segmentos más competitivos (generación y comercialización). Al problema de asegurar el suministro de electricidad a precios asequibles para consumidores y empresas, se añade en los últimos años la necesidad de minimizar el impacto medioambiental negativo de la generación de energía. España, siguiendo la estrategia acordada con el resto de países europeos, ha decidido que

### EVOLUCIÓN DEL MIX DE GENERACIÓN DE ELECTRICIDAD EN ESPAÑA

Objetivos del PANER 2011-2020



Producción de las energías renovables 1990-2011



FUENTES: PANER 2011-2020 y CNE (Informe mensual de ventas de energía en régimen especial).

la reducción de la dependencia energética y de las emisiones contaminantes pase por una mayor participación de las energías renovables en la generación eléctrica, fijando un objetivo del 38,2% en 2020.<sup>(1)</sup> En su fijación se ha tenido en cuenta, no solo el gran potencial de aprovechamiento de recursos renovables que tiene España, sino también consideraciones de política industrial como los beneficios que podrían derivarse de liderar la investigación en unos sectores vitales para el futuro. Sin embargo, satisfacer este objetivo representa un cambio significativo en el *mix* de generación del mercado español cosa que, lejos de relajar la polémica, plantea mayores retos para la política regulatoria del sector en los próximos años.

El primero de estos retos viene dado por el método escogido para incentivar la inversión en estas tecnologías. Como en la mayoría de países de la Unión Europea, España ha optado por asegurar un retorno adecuado para estas inversiones fijando el precio de venta mayorista de la energía que produzcan. Más específicamente, las generadoras pueden escoger entre vender a una tarifa regulada, distinta para cada tecnología, o bien vender al precio libre en el mercado mayorista más una prima, variable en función de la tecnología y el nivel de precios horarios del mercado. Teniendo en cuenta que en la actualidad se apuesta por unas 7 tecnologías renovables, la tarea de fijar su remuneración de manera que se consigan los objetivos de generación deseados al mínimo coste posible resulta ciertamente compleja.

Por un lado, debe tenerse en cuenta que sus costes actualmente elevados se irán reduciendo cada año conforme la experiencia adquirida con la producción de electricidad permita mejorar la tecnología. Por tanto, para garantizar que su fomento se realiza al menor coste posible, el regulador debe determinar la trayectoria óptima de producción anual, y consecuentemente el volumen de primas necesario para conseguirla, en función de sus expectativas sobre esta curva de aprendizaje y sobre la evolución del precio de los *inputs* del resto de generadores no renovables (petróleo, gas y derechos de emisión de CO<sub>2</sub>). Por otro lado, el hecho de fijar tarifas y primas para cada tecnología renovable supone realizar un juicio implícito sobre cuál es la mejor combinación de estas tecnologías. Así pues, cualquier error en las previsiones de las variables relevantes no solo puede resultar en un coste excesivo del fomento a las renovables sino que, además, puede inducir a la sobreinversión en alguna de ellas de manera que el *mix* de renovables resultante no sea el más eficiente.

Un estudio reciente de IESE<sup>(2)</sup> sugiere que estos errores pueden haber sido cometidos en el caso español en el régimen vigente hasta 2009, agravados por el hecho de que este no establecía límite alguno a la producción renovable que anualmente podía acogerse al sistema de tarifas y primas. Así, como se observa en el gráfico siguiente, la prima equivalente –la suma de las compensaciones recibidas vía tarifa y vía prima– ha crecido exponencialmente entre 2008 y 2010. Ello se debe, principalmente, a la elevada remuneración establecida en 2007 para la tecnología solar fotovoltaica y a la inesperada caída del precio mayorista, fruto de la baja demanda de electricidad desde la crisis. El estudio estima que estas primas suponen valorar las emisiones de CO<sub>2</sub> que se evitaron en 2009 gracias a las renovables en unos 250 euros/tonelada, cuando actualmente los derechos de emisión cotizan a 15 euros/tonelada y se estima que permanezcan entre 30 y 50 euros/tonelada en 2020. Es cierto que el precio del CO<sub>2</sub> resulta demasiado bajo, por problemas en el funcionamiento del mercado de derechos, y que seguramente no mide bien los costes medioambientales. Sin embargo, la fuerte entrada de empresas fotovoltaicas en los últimos años, muy por encima de los objetivos fijados, sí indica que estos podrían haberse cubierto ofreciendo primas más reducidas.

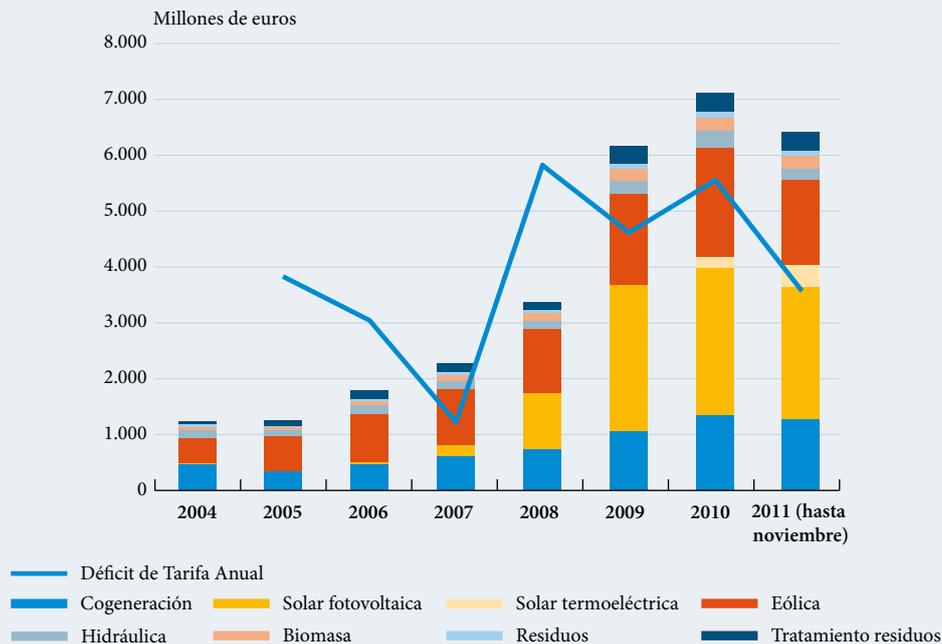
(1) El objetivo es del 38% de la producción bruta de electricidad según el Plan de Energías Renovables (PER 2011-2020) y del 36% según el Plan de Acción Nacional de Energías Renovables (PANER 2011-2020).

(2) Federico, G. (2010), «The Spanish Gas and Electricity Sector: Regulation, Markets and Environmental Policies», Reports of the Public-Private Sector Research Center, IESE Business School.

Pese a que distintos reales decretos aprobados desde 2009 intentan corregir el diseño del régimen para las renovables, el problema del probable sobrecoste incurrido es de difícil solución sin crear cierta inseguridad jurídica por la larga duración de las primas comprometidas (entre 20 y 25 años). A ello hay que añadir el hecho de que, *a priori*, el coste de fomentar las renovables debería ser repercutido sobre el consumidor final mediante las tarifas de acceso y de último recurso establecidas. Sin embargo, estas resultan insuficientes para, una vez satisfecho este volumen de primas, cubrir los costes de transmisión y distribución del sistema. Se incrementa, pues, el déficit de tarifa que vienen soportando las distribuidoras de electricidad y que aumenta la deuda que debe emitir el Estado a través del Fondo de Amortización del Déficit Eléctrico.

Otro de los retos que se plantean es la interacción del fomento a las renovables con las políticas de ayudas al carbón autóctono. La baja demanda desde la crisis y la creciente aportación de estas tecnologías al mercado mayorista están desplazando a las centrales de carbón, normalmente las menos competitivas, fuera del mercado. Este hecho, pese a ser coherente con los objetivos medioambientales del regulador, es contrario a los objetivos de ayuda a regiones desfavorecidas o sectores en reconversión y que, curiosamente, se están instrumentando mediante la intervención en el mercado eléctrico. Así, el RD 134/2010 ha venido a modificar el orden de mérito económico con el que se establece el precio de la electricidad en el mercado mayorista, sustituyendo la producción de otras centrales de combustible fósil más eficientes por la producción de las centrales de carbón autóctono. Además, se establecen cantidades mínimas de carbón que las centrales deben adquirir a un precio también regulado. El resultado es la distorsión de la correcta formación de precios en el mercado mayorista, con lo que se dan señales erróneas para la inversión en tecnologías de generación lo suficientemente flexibles (como las de ciclos combinados) que resultarán necesarias con el crecimiento de las renovables.

### EVOLUCIÓN DE LAS PRIMAS AL RÉGIMEN ESPECIAL POR TECNOLOGÍAS



FUENTES: CNE y elaboración propia.

Precisamente este último punto es otro de los retos al que se enfrenta el regulador. El relativamente bajo coste variable de muchas de las tecnologías renovables las hace idóneas para proporcionar capacidad de base al sistema. Sin embargo, el carácter intermitente de su producción, sujeta a las condiciones meteorológicas, les impide satisfacer picos de demanda «inoportunos». Estos tendrán que ser satisfechos por centrales con tecnologías flexibles, cuyo coste variable es mayor y con escasas posibilidades de participar en el mercado en periodos normales. Puesto que estas centrales deben igualmente recuperar sus costes fijos y obtener un retorno razonable, el regulador deberá adecuar los pagos por capacidad para mantener los incentivos de estas empresas. De no hacerlo, deberá enfrentarse al riesgo de precios finales elevados durante los picos o de comportamientos abusivos por parte de estas centrales flexibles. Para minimizarlo, y como medida complementaria, se hace imprescindible asegurar la existencia de mecanismos alternativos para satisfacer estos picos de demanda. Entre ellos se encuentran las tecnologías de almacenamiento de energía o la mejora de los sistemas de gestión y predicción de las renovables para su mejor funcionamiento combinado.

Muchas son, pues, las variables que debe tener en cuenta el regulador para no equivocarse en la política en el sector eléctrico. Sería razonable entonces plantearse si no se podría haber adoptado otro mecanismo menos intensivo en información para fomentar las renovables. Sea como fuere, lo que sí resulta necesario es eliminar distorsiones y complicaciones añadidas por objetivos que no responden puramente a motivos medioambientales, de eficiencia o de seguridad energética. El reto de la regulación del sector será menor si se buscan mecanismos alternativos para satisfacerlos.

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

## Mercado de trabajo

**El número de desempleados alcanza los 5,2 millones y la tasa de paro, el 22,8%.**

### Destrucción de empleo, reforma laboral y perspectivas de futuro

Ya es oficial. La contabilidad nacional correspondiente al último trimestre de 2011 desveló que en el cuarto trimestre la economía se contrajo un 0,3% respecto al tercero. Esta menor actividad se tradujo en una caída interanual de la ocupación del 3,3%, es decir, que en los últimos tres meses del año se contabilizó la pérdida de casi la mitad de los 570.000 puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo que se destruyeron en 2011.

El deterioro del mercado laboral también se vio reflejado en la encuesta de población activa (EPA) del cuarto trimestre. En los últimos tres meses del año el número de parados aumentó en 295.300 personas, lo que supone un 12,3% más que en el cuarto trimestre de 2010. A lo largo de 2011,

577.000 individuos se unieron a la larga lista de parados que asciende hasta las 5.273.600 personas. Esta cifra, unida a la ligera caída de la población activa, ha provocado que la tasa de paro alcance el 22,85%, cifra no vista desde 1994. Si tenemos en cuenta los cambios metodológicos introducidos en la elaboración de la EPA probablemente la tasa de paro ya sea la más alta del registro histórico.

El inicio de 2012 tampoco ha traído buenas noticias. En enero el Servicio Público de Empleo registró un incremento mensual del 4,0% en el número de parados, lo que se traduce en 177.470 desempleados más que en diciembre. Aunque en términos desestacionalizados esta cifra se reduzca hasta los 42.126 individuos, la tasa de variación interanual se sitúa en el 8,7%, cifra solo por detrás de la registrada en 2009 y 2010.

### PARO ESTIMADO

Cuarto trimestre 2011

	Parados	Variación trimestral		Variación anual		% participación	Tasa de paro
		Absoluta	%	Absoluta	%		% sobre población activa
<b>Por sexos</b>							
Hombres	2.840,1	166,1	6,2	294,9	11,6	53,9	22,5
Mujeres	2.433,6	129,2	5,6	282,2	13,1	46,1	23,3
<b>Por edades</b>							
Menores de 25 años	884,2	-33,7	-3,7	43,6	5,2	16,8	48,6
Resto	4.389,4	329,0	8,1	533,4	13,8	83,2	20,6
<b>Por situación personal</b>							
Paro de larga duración	2.638,0	239,5	10,0	483,3	22,4	50,0	-
Buscan primer empleo	443,2	-15,0	-3,3	86,4	24,2	8,4	-
Resto	2.192,4	70,8	3,3	7,3	0,3	41,6	-
<b>TOTAL</b>	<b>5.273,6</b>	<b>295,3</b>	<b>5,9</b>	<b>577,0</b>	<b>12,3</b>	<b>100,0</b>	<b>22,8</b>

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

Otros indicadores del pulso del mercado laboral en enero muestran el frágil estado del empleo. El número de afiliados a la Seguridad Social descendió en 283.684 personas en el primer mes del año, caída solo superada en 2009. Por otra parte, el número de contratos registrados en enero se redujo un 6,9% en términos anuales. A lo largo de 2011 el número de asalariados con contrato indefinido se redujo 4 veces más que el de los temporales, es decir, el 80% de los 485.000 asalariados perdidos correspondieron a personas con contrato indefinido.

Ante este panorama el Gobierno decidió promulgar un decreto ley para poner en marcha la esperada reforma laboral. A través de este cambio legislativo se pretende acabar con las rigideces y la dualidad del mercado de trabajo. Para ello, el ejecutivo crea un nuevo contrato de formación, facilita mecanismos de flexibilidad interna en la empresa y modifica el marco de la negociación colectiva.

Para fomentar el empleo la reforma articula un contrato para la formación y el apren-

dizaje, exclusivo para personas menores de 30 años. Además, a través de un contrato indefinido de apoyo a los emprendedores, aplicable solo por autónomos y pymes de menos de 50 trabajadores, se bonifica hasta con 3.600 euros la contratación de parados pertenecientes a este colectivo. En caso de que sean parados de larga duración mayores de 45 años, la bonificación puede alcanzar los 4.500 euros. Este aspecto de la reforma pretende paliar el desempleo de los jóvenes y parados de larga duración, cuyas tasas de desempleo duplican la del conjunto de la economía.

Con el mismo espíritu de creación de empleo, la reforma también autoriza a las empresas de trabajo temporal a poder actuar como agencias privadas de colocación y limita el encadenamiento de los contratos temporales a un máximo de 2 años. Sin embargo, hasta que la economía no vuelva a crecer es difícil que veamos el menor atisbo de creación de empleo.

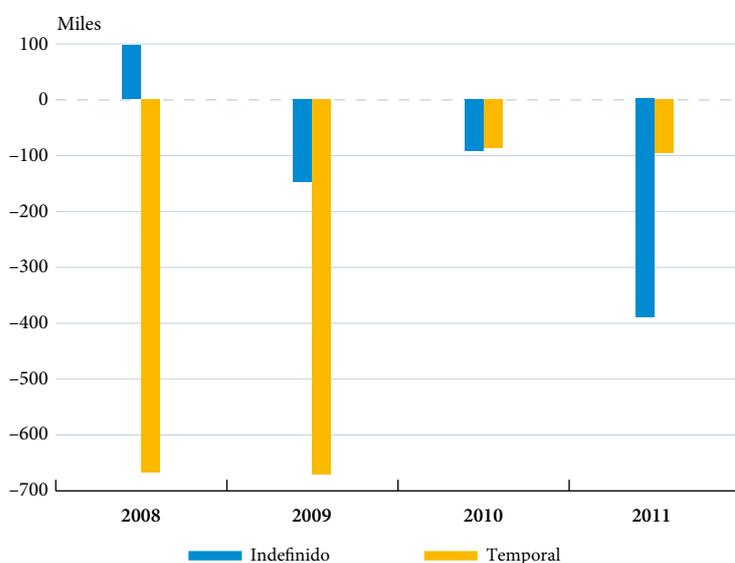
En cuanto a la dualidad del mercado de trabajo, el Gobierno ha optado por reducir los

**Los asalariados indefinidos caen 4 veces más que los temporales.**

**La reforma flexibiliza el mercado laboral y pretende fomentar el empleo.**

## LOS TRABAJADORES INDEFINIDOS EXPERIMENTARON UN FUERTE DETERIORO EN 2011

Variación anual



FUENTE: Ministerio de Trabajo.

## EMPLEO ESTIMADO

Cuarto trimestre 2011

	Ocupados (miles)	Variación trimestral		Variación acumulada		Variación anual		% participación
		Absoluta	%	Absoluta	%	Absoluta	%	
<b>Por sectores</b>								
Agricultura	808,5	100,8	14,2	4,0	0,5	4,0	0,5	4,5
No agrarios	16.999,1	-449,4	-2,6	-604,5	-3,4	-604,5	-3,4	95,5
<i>Industria</i>	2.526,3	-50,0	-1,9	-96,5	-3,7	-96,5	-3,7	14,2
<i>Construcción</i>	1.276,9	-93,8	-6,8	-295,6	-18,8	-295,6	-18,8	7,2
<i>Servicios</i>	13.195,9	-305,6	-2,3	-212,4	-1,6	-212,4	-1,6	74,1
<b>Por empleadores</b>								
Sector privado	14.671,4	-264,3	-1,8	-568,3	-3,7	-568,3	-3,7	82,4
Sector público	3.136,1	-84,5	-2,6	-32,4	-1,0	-32,4	-1,0	17,6
<b>Por situación profesional</b>								
Asalariados	14.829,2	-350,2	-2,3	-485,0	-3,2	-485,0	-3,2	83,3
<i>Contrato indefinido</i>	11.124,7	-104,2	-0,9	-389,2	-3,4	-389,2	-3,4	62,5
<i>Contrato temporal</i>	3.704,4	-246,0	-6,2	-95,9	-2,5	-95,9	-2,5	20,8
No asalariados	2.968,7	-0,2	0,0	-115,4	-3,7	-115,4	-3,7	16,7
<i>Empresarios empleadores</i>	903,6	-31,9	-3,4	-109,6	-10,8	-109,6	-10,8	5,1
<i>Empresarios no empleadores</i>	1.935,2	25,5	1,3	1,9	0,1	1,9	0,1	10,9
<i>Ayudas familiares</i>	129,9	6,2	5,0	-7,7	-5,6	-7,7	-5,6	0,7
Otros	9,6	1,6	20,0	-0,3	-3,0	-0,3	-3,0	0,1
<b>Por tiempo de ocupación</b>								
A tiempo completo	15.349,0	-408,7	-2,6	-584,7	-3,7	-584,7	-3,7	86,2
A tiempo parcial	2.458,5	60,0	2,5	-16,0	-0,6	-16,0	-0,6	13,8
<b>Por sexos</b>								
Varones	9.805,6	-228,4	-2,3	-404,1	-4,0	-404,1	-4,0	55,1
Mujeres	8.001,9	-120,3	-1,5	-196,6	-2,4	-196,6	-2,4	44,9
<b>TOTAL</b>	<b>17.807,5</b>	<b>-348,8</b>	<b>-1,9</b>	<b>-600,7</b>	<b>-3,3</b>	<b>-600,7</b>	<b>-3,3</b>	<b>100,0</b>

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

costes de despido como vía para hacer más atractiva la contratación indefinida. Para ello, suprime el despido exprés y rebaja las indemnizaciones por despido improcedente de 45 días por año trabajado a 33, aplicable a un máximo de 24 mensualidades en vez de las 42 anteriores. Además, se elimina el salario de tramitación en caso de que el juez dictamine que el despido es improcedente y no opte por la readmisión del trabajador. Para asegurar la rebaja en los costes de despido se clarifican los motivos económicos (pérdidas actuales o previstas, o disminución durante tres trimestres de

ingresos o ventas) de los despidos colectivos, se elimina la autorización administrativa previa a los expedientes de regulación de empleo (ERE) y se introduce el despido por causas económicas en empresas públicas. Con estas medidas se pretende facilitar el uso del despido procedente, cuya indemnización es de 20 días por año trabajado con un máximo de 12 mensualidades.

Otro de los objetivos de la reforma es articular mecanismos de flexibilidad interna que permitan a la empresa ajustar su actividad vía precios en lugar de despidos.

## **El decreto ley abarata los costes de despido.**

A partir de la promulgación del decreto ley se permite la prevalencia del convenio de empresa en caso de existencia de pérdidas actuales o previstas, o si su nivel de ingresos o ventas se reduce durante dos trimestres consecutivos. Es decir, se clarifican las situaciones en las que las empresas pueden modificar las condiciones laborales.

Adicionalmente se limita la ultraactividad (prórroga automática de los convenios en caso de falta de acuerdo entre trabajadores y empresarios) hasta un máximo de dos años. La nueva flexibilidad otorgada a las

empresas debería servir para que efectúen los ajustes más vía salarios u otras condiciones de trabajo, en lugar de destruir empleo.

La reforma laboral, por lo tanto, abre un abanico de posibilidades. Pero es difícil valorar cuál será su efecto. En parte, depende de la interpretación que la justicia haga de las nuevas condiciones fijadas para el descuelgue del convenio colectivo o para el uso del despido por causas objetivas. Y, en parte, depende de la voluntad de entendimiento entre trabajadores y empresarios en tiempos difíciles.

## Precios

**La inflación disminuye 4 décimas hasta el 2,0%.**

**La estabilidad de la electricidad, tabaco y gas acentúa la desaparición del efecto base.**

### Enero enfría la inflación

En el primer mes del nuevo año la tasa de variación interanual del índice de precios al consumo (IPC) se redujo 4 décimas respecto a diciembre y se situó en el 2,0%. De esta manera, la inflación contabilizó casi nueve meses consecutivos de caída con la única excepción del pasado mes de septiembre, cuando repuntó apenas una décima. La disminución en 1,8 puntos en menos de un año se explica tanto por el conjunto de decisiones impositivas y tarifarias tomadas por el Gobierno como por el tono recesivo de la actividad.

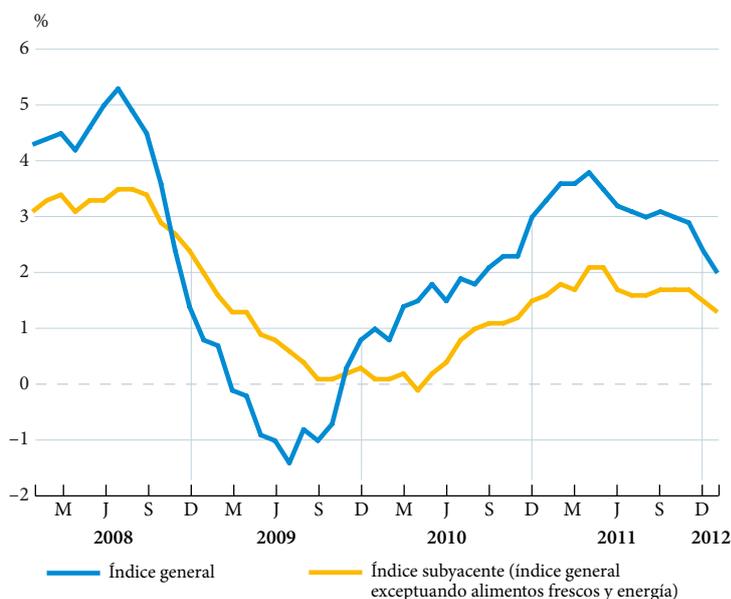
La congelación de la tarifa eléctrica ha sido el mayor contribuyente a la caída de la in-

flación. En claro contraste con enero de 2011, cuando la electricidad subió un 8,2% respecto al mes anterior, este año ha permanecido inamovible, de ahí el efecto escalón que ha reducido su tasa de variación interanual del 9,6% en diciembre al 1,3% en enero.

La no repetición de subidas también ha tenido lugar en el caso del tabaco y del gas. La desaparición del efecto base provocado por el incremento impositivo sobre el tabaco, que tuvo lugar en diciembre de 2010, ha precipitado la caída en 11,5 puntos porcentuales de su inflación en los dos últimos meses. Por su parte, la estabilidad del precio del gas ha provocado que su inflación se reduzca 3,6 puntos porcentuales.

### LA INFLACIÓN ENCADENA CASI NUEVE MESES CONSECUTIVOS DE CAÍDAS

Variación interanual del IPC



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística (INE).

## ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO POR GRUPOS DE COMPONENTES

Enero

	Índices (*)	% variación mensual		% variación anual	
		2011	2012	2011	2012
<b>Por clases de gasto</b>					
Alimentos y bebidas no alcohólicas	101,4	0,1	0,3	0,9	2,3
Bebidas alcohólicas y tabaco	102,3	2,1	0,2	16,1	2,2
Vestido y calzado	93,2	-14,2	-14,4	0,4	0,1
Vivienda	101,7	2,8	0,5	7,8	3,4
Menaje	100,1	-0,9	-0,9	1,0	1,1
Medicina	97,6	0,0	-0,1	-1,4	-2,9
Transporte	102,7	1,4	1,8	9,0	5,3
Comunicaciones	97,0	0,0	-2,1	-0,8	-3,6
Ocio y cultura	98,9	-1,8	-2,4	-1,0	0,7
Enseñanza	102,1	0,1	0,1	2,3	2,8
Hoteles, cafés y restaurantes	99,9	0,1	-0,1	1,7	1,0
Otros	101,2	0,6	0,5	2,8	2,6
<b>Agrupaciones</b>					
Alimentos con elaboración	101,7	0,6	0,3	3,1	2,8
Alimentos sin elaboración	101,0	0,0	0,2	2,3	1,0
Conjunto no alimentario	100,0	-1,0	-1,5	3,4	1,9
Bienes industriales	99,6	-2,1	-2,6	5,2	2,4
<i>Productos energéticos</i>	103,8	4,6	2,3	17,6	8,0
<i>Carburantes y combustibles</i>	105,0	3,2	3,2	18,4	10,6
<i>Bienes industriales sin productos energéticos</i>	97,9	-4,6	-4,7	0,7	0,2
Servicios	100,3	0,0	-0,3	1,6	1,4
Inflación subyacente (**)	99,7	-1,5	-1,7	1,6	1,3
<b>ÍNDICE GENERAL</b>	<b>100,3</b>	<b>-0,7</b>	<b>-1,1</b>	<b>3,3</b>	<b>2,0</b>

NOTAS: (\*) Base 2006 = 100.

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

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

Aunque estos tres elementos, electricidad, tabaco y gas, contabilizan disminuciones importantes individualmente, en conjunto apenas suman un 6,6% de la cesta de la compra de los consumidores españoles, por lo que la explicación a la caída de la inflación también hay que buscarla en la debilidad general del consumo interno.

La contabilidad nacional correspondiente al último trimestre de 2011 reveló que la economía española se contrajo 3 décimas respecto al trimestre anterior. En términos interanuales el consumo final de los hoga-

res se redujo un 1,1%, mientras que las administraciones públicas disminuyeron su consumo hasta un 3,6%. Esta menor demanda se ha trasladado al mercado en forma de una rebaja generalizada de los precios, visible en la inflación de enero.

El caso más claro de la caída de precios se produjo en la partida de comunicaciones, cuya tasa interanual retrocedió un 3,6%, empujado por los precios de los servicios telefónicos cuya inflación se redujo en la misma cuantía. Otra muestra evidente de la debilidad de la demanda la protagoniza

**Los precios reflejan la debilidad del consumo.**

## El petróleo presiona al alza la inflación.

el ocio y la cultura, cuyo conjunto de precios disminuyó un 2,4% tan solo en el último mes, lo que supone su mayor disminución mensual desde el inicio de la crisis.

La debilidad de la demanda interna es precisamente la razón por la que la tasa de variación interanual de la inflación subyacente, que excluye alimentos frescos y energía, se redujo dos décimas en enero hasta situarse en el 1,3%. El índice subyacente ha seguido un patrón similar al general y ha acumulado una fuerte caída de 4 décimas en los dos últimos meses. Esta reducción no es desdeñable ya que la inflación subyacente es menos volátil que la general y una reducción de esta cuantía no se experimentaba desde el inicio de la gran recesión (la disminución similar que tuvo lugar en julio de 2011 se debió a la desaparición de los efectos provocados por la subida del impuesto sobre el valor añadido).

En el otro lado del espectro, los carburantes y lubricantes fueron la partida que más presionó al alza la inflación en el mes de enero y contabilizó un incremento interanual del 9,4%. Debido a la actualización de las ponderaciones de las diferentes partidas de la cesta de consumo, los productos energéticos aumentan su peso en 8 centésimas y pasan a constituir el 11,4% de la cesta de la compra. Esta nueva ponderación unida a la presión inflacionista del precio del petróleo puede aumentar el diferencial entre la inflación general y subyacente en los próximos meses.

De hecho, el comportamiento del precio del petróleo condiciona la previsión de la inflación. La mayor incertidumbre geopolítica en el golfo Pérsico ha dado lugar a una revisión al alza del precio del petróleo de calidad Brent que, de acuerdo con nuestras previsiones, se situará en cotas cerca-

### INDICADORES DE INFLACIÓN

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	Precios agrarios	Índice de precios industriales					Precios de importación			Deflactor del PIB (*)	
		Índice general	Bienes de consumo	Bienes de equipo	Bienes intermedios	Bienes energéticos	Total	Bienes de consumo	Bienes de capital		Bienes intermedios (**)
<b>2010</b>											
Diciembre	8,5	5,3	1,3	0,7	5,7	13,5	10,4	8,1	2,5	11,8	-
<b>2011</b>											
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	1,3
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	1,6
Junio	6,7	6,7	2,6	1,3	6,5	15,4	7,7	2,5	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	7,2	1,4
Septiembre	5,2	7,1	2,5	1,2	5,5	18,8	9,6	3,2	1,3	6,6	-
Octubre	2,6	6,5	2,4	1,3	5,0	17,0	9,7	3,8	1,4	5,8	-
Noviembre		6,3	2,6	1,2	4,1	17,0	8,7	2,6	1,2	4,8	1,2
Diciembre		5,2	2,3	1,2	3,0	14,1	6,8	2,4	1,0	3,4	-

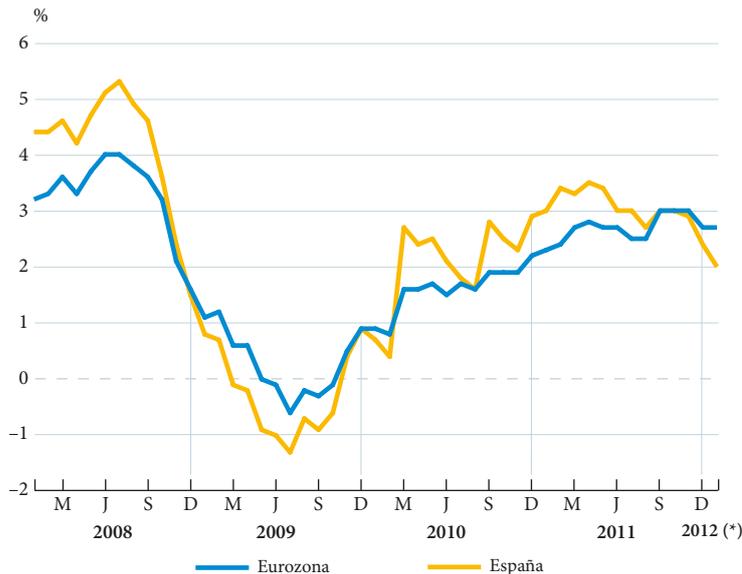
NOTAS: (\*) Datos corregidos de estacionalidad y calendario.

(\*\*) Excepto energía.

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

## LA CAÍDA DE LA INFLACIÓN PERMITE RECUPERAR COMPETITIVIDAD EN EL EXTERIOR

Variación interanual del IPCA



NOTA: (\*) El dato del mes de enero corresponde al indicador adelantado por Eurostat en el caso de la eurozona. En el caso de España, corresponde al definitivo provisto por el INE.

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Eurostat.

nas a los 119 euros por barril en promedio hasta finales de año. Este nuevo contexto modifica ligeramente al alza la inflación general que se situaría en torno al 1,6% para el conjunto del año 2012.

Si miramos a Europa, aunque la contracción intertrimestral de la actividad en la eurozona coincide con la de España, en términos interanuales la eurozona creció un 0,7% en el último trimestre frente al 0,3% de España. Este menor crecimiento del PIB español se ha visto reflejado en el índice de precios al consumo armonizado (indicador que permite la comparativa entre las distintas cestas de consumo europeas) en el mes de enero. Los datos facilitados por el Instituto Nacional de Estadística

ca cifran en el 2,0% la tasa de variación interanual del IPC armonizado para España, mientras que Eurostat adelanta un IPC armonizado del 2,7% en enero para el conjunto de la eurozona. Un diferencial de esta magnitud (7 décimas) no se alcanzaba desde julio de 2009 e indica que España está recobrando competitividad en el exterior vía precios.

La fuerte caída de la inflación experimentada en los últimos meses, aunque reflejo de la debilidad del consumo interno, está permitiendo a la economía avanzar en el proceso de devaluación interna. La culminación de dicho proceso permitirá a España poder competir vía precios en el exterior y asentar las bases del crecimiento futuro.

**El diferencial con la eurozona retoma los niveles de 2009.**

**La caída de precios permite recobrar competitividad.**

## Sector exterior

### El déficit comercial sigue disminuyendo y alcanza los niveles de 1998

**El sector exterior amortigua la caída de la actividad en el cuarto trimestre de 2011.**

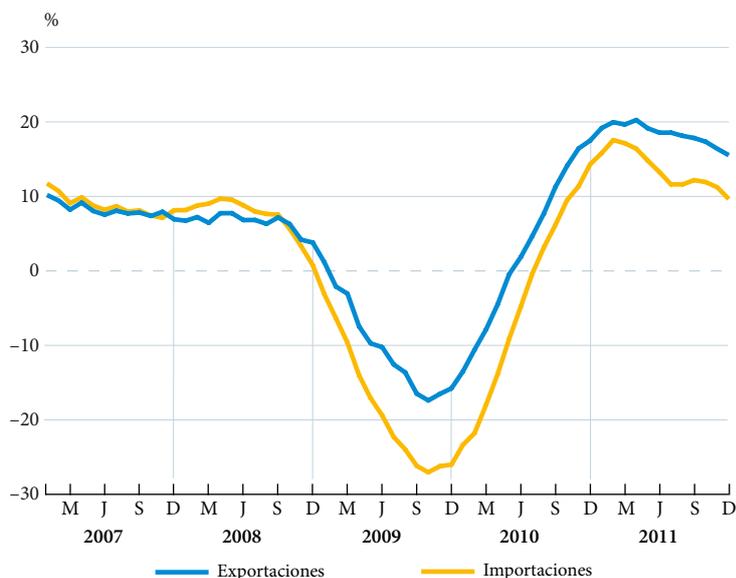
El sector exterior volvió a convertirse, en el cuarto trimestre de 2011, en la única buena noticia para la economía española. Así, por sexto trimestre consecutivo, la demanda externa contribuyó positivamente a la evolución trimestral del producto interior bruto (PIB) español. La aportación de 1,4 puntos porcentuales al crecimiento intertrimestral fue determinante para evitar una mayor contracción económica en ese periodo. Pero, a diferencia de lo ocurrido durante los trimestres precedentes, el buen comportamiento exterior tuvo lugar en un contexto de reducción real de los flujos comerciales. De cara a 2012, esperamos una

nueva contracción de las importaciones frente al estancamiento de las exportaciones. Todo ello permitirá un nuevo ajuste del déficit comercial español, que en 2011 representaba el 4,3% del PIB, 7 décimas por debajo del alcanzado el año anterior. La evolución de los precios del petróleo y la recuperación de la economía europea, que en 2011 fue el destino del 66,0% de las exportaciones españolas, determinarán su intensidad.

En efecto, tanto las exportaciones como las importaciones reales se redujeron en el último trimestre del año pasado, con caídas del 1,6% y del 6,5% intertrimestral respectivamente. La mayor debilidad de la demanda interna española en comparación con el resto de la Unión Europea ex-

### RALENTIZACIÓN DE LOS FLUJOS COMERCIALES DURANTE LOS ÚLTIMOS MESES DE 2011

Variación interanual datos acumulados doce meses



FUENTE: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio.

plica gran parte de esta caída más intensa de las importaciones. Este comportamiento también se refleja en la evolución de las series nominales. Como muestra el gráfico anterior, ambos flujos comerciales ralentizaron su crecimiento a partir de la segunda mitad de 2011.

A lo largo de los últimos años, la evolución de las exportaciones ha sido siempre más favorable que la de las importaciones. Ello permitió reducir el déficit comercial hasta los 46.338 millones de euros, ligeramente por encima del 4% del PIB español, un nivel que no se alcanzaba desde el año 1998. Este ajuste gradual del desequilibrio exterior responde al buen comportamiento del saldo no energético a lo largo del año pasado. Este viene explicado por la aceleración de las exportaciones de bienes de equipo en 2011, del 15,2% anual, y la reducción de

las importaciones de bienes de consumo duradero, del 18,8% en el mismo periodo. Por su lado, el déficit energético aumentó en 4 décimas del PIB respecto a diciembre de 2010, para situarse en el 3,8% del PIB.

En clave de futuro, nuestro escenario macroeconómico contempla un ajuste del déficit comercial impulsado, de nuevo, por el buen comportamiento del saldo no energético. Este podría incluso llegar a registrar un balance positivo. Dicha mejora se verá parcialmente neutralizada por el encarecimiento del Brent registrado durante los primeros meses del año, y que esperamos que se mantenga en niveles elevados a medio plazo. Sin embargo, un aumento del precio energético mayor o una recuperación de la economía europea más lenta de lo esperada podrían comprometer la corrección del desequilibrio comercial.

**El déficit comercial se reduce hasta los 46.338 millones de euros en 2011.**

**Todo apunta hacia nuevas correcciones del déficit comercial en 2012.**

## COMERCIO EXTERIOR

Enero-diciembre 2011

	Importaciones			Exportaciones			Saldo	Tasa de cobertura (%)
	Millones de euros	% variación anual en valor	% participación	Millones de euros	% variación anual en valor	% participación	Millones de euros	
<b>Por grupos de productos</b>								
Energéticos	56.258	26,7	22	15.098,9	68,1	7,0	-41.159	26,8
Bienes de consumo	61.247	3,3	23	68.572,8	8,8	32,0	7.326	112,0
<i>Alimenticios</i>	16.417	5,0	6	25.741,9	8,0	12,0	9.325	156,8
<i>No alimenticios</i>	44.829	2,7	17	42.830,9	9,4	20,0	-1.999	95,5
Bienes de capital	17.587	-3,9	7	18.525,5	17,9	8,6	938	105,3
Bienes intermedios no energéticos	125.731	8,3	48	112.288,3	14,5	52,4	-13.443	89,3
<b>Por áreas geográficas</b>								
Unión Europea	137.596	5,9	53	141.656,1	12,6	66,0	4.060	103,0
<i>Zona del euro</i>	111.573	6,7	43	113.233,4	9,6	52,8	1.661	101,5
Otros países	123.227	14,0	47	72.829,4	21,3	34,0	-50.398	59,1
<i>Rusia</i>	8.463	38,2	3	2.526,1	26,6	1,2	-5.937	29,8
<i>EEUU</i>	10.564	12,8	4	7.889,3	20,8	3,7	-2.675	74,7
<i>Japón</i>	3.199	-7,9	1	1.861,2	30,8	0,9	-1.338	58,2
<i>América Latina</i>	17.487	22,0	7	12.253,2	19,7	5,7	-5.234	70,1
<i>OPEP</i>	27.665	19,3	11	8.674,3	26,7	4,0	-18.991	31,4
<i>Resto</i>	55.850	8,1	21	39.625,3	20,1	18,5	-16.224	70,9
<b>TOTAL</b>	<b>260.823</b>	<b>9,6</b>	<b>100</b>	<b>214.485,5</b>	<b>15,4</b>	<b>100,0</b>	<b>-46.338</b>	<b>82,2</b>

FUENTES: Ministerio de Economía y elaboración propia.

**El déficit corriente alcanza el 3,9% del PIB español en 2011.**

## La balanza corriente registra su primer superávit desde 1998

Si ampliamos nuestro análisis al conjunto de la balanza corriente, observamos que alcanzó, según los datos de Contabilidad Nacional, un déficit del 3,9% del PIB. Ello significa una contracción de 7 décimas respecto a diciembre de 2010. El desglose por componentes, disponible hasta noviembre, permite anticipar que este menor desequilibrio fue resultado de la mejora de todas las cuentas excepto la de rentas. Esta se vio deteriorada por el aumento de los tipos de interés exigidos a la deuda española.

Además del menor déficit de la balanza de bienes, el saldo de servicios también registró una importante mejora durante el año

pasado. Esta respondió al buen comportamiento de los ingresos del turismo, que en noviembre crecían un 8,4% interanual. Para 2012 esperamos un menor dinamismo de la entrada de turistas. A pesar de ello, la debilidad de la demanda nacional seguirá mejorando el saldo de las balanzas de bienes y servicios. Es por ello que preveemos que el déficit corriente alcance un nivel equivalente al 2,1% del PIB a finales de año.

Por lo que respecta a la cuenta financiera, se observa, a partir de la segunda mitad de 2011, una importante modificación del patrón de financiación del desequilibrio externo. Así, la principal fuente de capitales durante los primeros once meses del año pasado fue el recurso al Banco Central Europeo (BCE), que aumentó en 84.435

### 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	%
<b>Balanza corriente</b>					
Balanza comercial	-36.060	-15,3	-40.646	5.809	-12,5
Servicios					
<i>Turismo</i>	29.426	13,8	30.519	3.564	13,2
<i>Otros servicios</i>	4.168	366,3	4.113	2.909	241,7
<b>Total</b>	33.594	25,5	34.632	6.473	23,0
Rentas	-26.675	21,8	-26.708	-2.399	9,9
Transferencias	-7.038	-13,4	-6.031	1.706	-22,0
<b>Total</b>	-36.179	-21,1	-38.753	11.589	-23,0
<b>Cuenta de capital</b>	5.152	-4,9	6.027	-180	-2,9
<b>Balanza financiera</b>					
Inversiones directas	-5.595	-	-4.020	-3.305	462,2
Inversiones de cartera	-909	-	-2.507	-33.978	-
Otras inversiones	-28.086	-	-35.478	-32.813	-
<b>Total</b>	-34.590	-	-42.004	-70.096	-
Errores y omisiones	-9.552	133,2	-7.909	-5.013	173,1
Variación de activos del Banco de España	75.169	-	82.638	63.700	336,3

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.

millones de euros respecto al mismo periodo de 2010. Ello responde al aumento de las tensiones en los mercados de deuda soberana europea durante ese periodo, que provocaron el endurecimiento de las condiciones de financiación a través de

otros canales. Esperamos que esta tendencia se mantenga durante los próximos meses teniendo en cuenta las importantes subastas de liquidez realizadas por parte de la máxima autoridad monetaria en diciembre de 2011 y febrero de 2012.

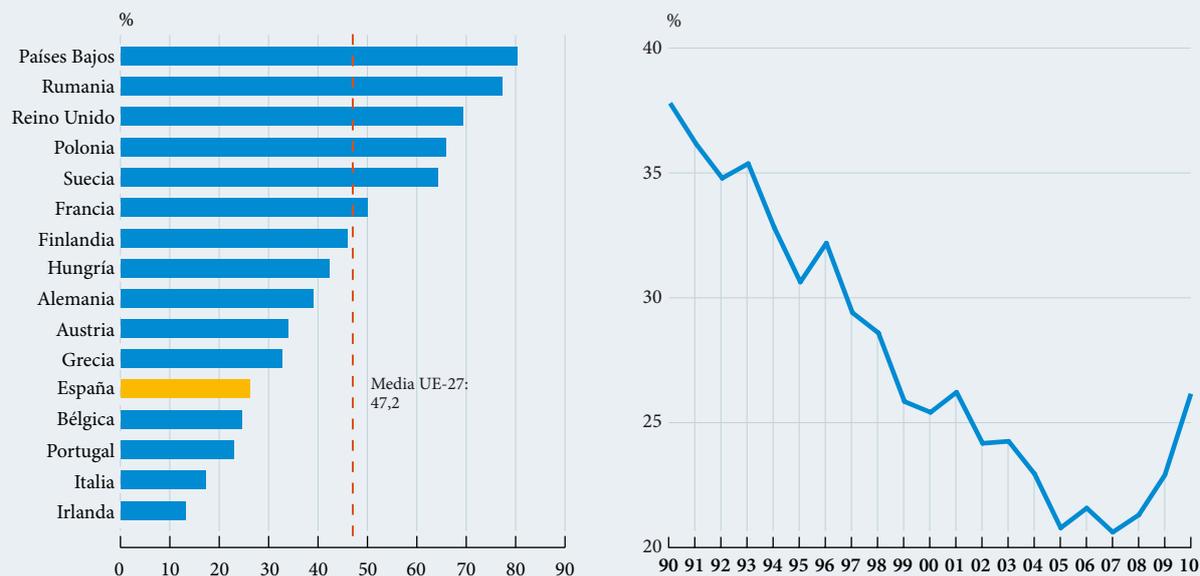
**El recurso al BCE se convierte en la principal fuente de financiación exterior en noviembre de 2011.**

## ¿Cómo reducir la costosa factura energética española?

En febrero, la Comisión Europea ha alertado del riesgo que supone el elevado déficit corriente español para la sostenibilidad de nuestra economía. De hecho, a pesar de la intensa disminución del desequilibrio exterior a partir de 2008, cuando superaba el 10% del producto interior bruto (PIB) español, este aún se mantenía entre los más altos de la zona del euro en 2011, con un 3,9% del PIB. El elevado déficit energético, cercano al 4% del PIB el año pasado, supone el principal obstáculo para el ajuste del déficit corriente. Reducir la factura energética es, por lo tanto, uno de los principales retos de nuestra economía, especialmente ante las perspectivas de mantenimiento del precio de los bienes energéticos en cotas relativamente elevadas. El aumento de la eficiencia y del autoabastecimiento energético son las principales vías que permitirán avanzar hacia dicho objetivo. La cuestión radica en cuál es el margen de mejora del déficit energético.

### EL AUTOABASTECIMIENTO ENERGÉTICO ESPAÑOL ES REDUCIDO PESE AL AUMENTO DE LOS ÚLTIMOS AÑOS

Energía producida en proporción al consumo de energía primaria. Año 2010



FUENTES: Eurostat y elaboración propia.

La costosa factura energética española responde, principalmente, a dos factores: el reducido autoabastecimiento energético español y el nivel de eficiencia energética de la economía. En referencia al primero, el gráfico anterior muestra que la producción energética en España solo cubría el 26,2% del total de energía consumida en el país en 2010. Esta proporción se encuentra lejos de la media de la Unión Europea, del 47,2% concretamente.

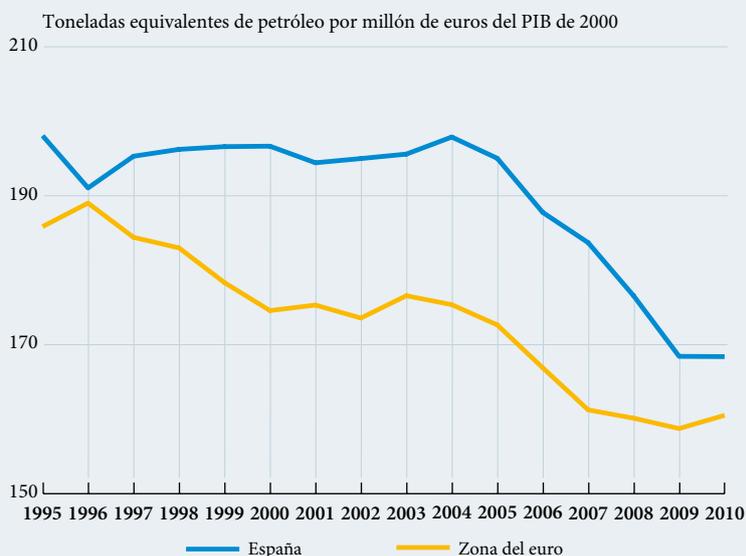
La menor dependencia europea se debe a varios motivos. En algunos países, viene explicada por la existencia de importantes yacimientos energéticos. Este es el caso de Países Bajos o el Reino Unido, cuyas fuentes principales de energía nacional fueron, en 2010, el gas natural y el petróleo, respectivamente. En otros países, por el contrario, las energías renovables (que engloban la hidráulica, solar, eólica, geotérmica y biocarburantes principalmente) y la energía nuclear copan el grueso de la producción energética nacional. Así, en Francia, el 41,2% de la energía consumida en ese mismo año provenía de sus centrales nucleares, mientras que en Austria, el intenso uso de fuentes renovables permitía abastecer el 24,8% del consumo energético interno. Por su lado, en Suecia, ambas fuentes de energía generaron el 63,0% del total de la energía consumida.

Por lo que respecta a España, la energía nuclear y las renovables generaron, respectivamente, el 47,0% y el 43,0% de la producción energética nacional. Los combustibles sólidos aportaron, por su lado, un 9% adicional. Sin duda, destaca el aumento del peso relativo de las energías renovables, que en 2010 ya producían el 11,4% del consumo total de energía frente el 5,4% registrado en 2002.

A pesar del buen comportamiento del sector renovable, el importante peso del petróleo y del gas natural en el total de consumo energético español mantiene elevada la dependencia energética del exterior. De hecho, las importaciones de ambos productos representaron alrededor del 70% del consumo energético a finales de 2010, una cifra 20 puntos porcentuales superior a la media europea. Ello expone a la economía española a la intensa volatilidad

## LA INTENSIDAD ENERGÉTICA ESPAÑOLA AÚN SE MANTIENE POR ENCIMA DE LA EUROPEA

Intensidad energética: consumo primario de energía por unidad de PIB



FUENTES: Eurostat y elaboración propia.

del precio de los bienes energéticos. Un claro ejemplo fue la escalada del precio del petróleo a principios de 2008, que aumentó el déficit energético del primer trimestre de ese año hasta el 4,7% del PIB trimestral, 1,6 puntos porcentuales mayor que el registrado medio año atrás. Por otro lado, estas importaciones proceden de muy pocos países que presentan, además, una elevada inestabilidad política. Así, el 67,3% de las importaciones españolas de petróleo y el 79,1% de las de gas proceden de países de Oriente Medio o del Norte de África, lo que no hace pensar que esta vulnerabilidad pueda disminuir a medio plazo.

La necesidad de reducir la dependencia energética del exterior es, por lo tanto, evidente. En esta línea se encuentra el objetivo recogido en el Plan de Acción Nacional de Energías Renovables de España (PANER) que pretende elevar, en 2020, la producción energética con fuentes renovables hasta el 17,9% de la energía primaria consumida en el país. De cumplirse este objetivo, y manteniendo estable la cobertura del resto de fuentes energéticas, el autoabastecimiento español seguirá dibujando una senda creciente hasta alcanzar cerca del 33% del consumo final. De hecho, de haber alcanzado este nivel en 2010, las importaciones de productos energéticos habrían sido un 7,0% menores, lo que habría significado una disminución del déficit energético de 3 décimas, hasta el 3,1% del PIB. Una reducción importante pero quizás no suficiente para reducir la presión sobre el déficit por cuenta corriente. Si se tomaran medidas más profundas que consiguieran elevar el autoabastecimiento español hasta un nivel similar al registrado por el conjunto de la Unión Europea, el déficit energético podría reducirse aproximadamente en 1 punto porcentual, hasta el 2,4% del PIB.

Además del aumento en la producción de energía doméstica, un segundo factor que permite corregir el déficit energético es la mejora de la eficiencia energética de la economía. Si tomamos como referencia el consumo de energía por unidad de PIB español, también denominado índice de intensidad energética, se observa una importante reducción a partir del año 2005 (o lo que es lo mismo, una mejora de la eficiencia). Como muestra el gráfico anterior, ello permitió aproximarse hasta los niveles de eficiencia registrados por el conjunto de países de la zona del euro. Así, en 2010, la intensidad energética española superaba tan solo en un 4,9% a la de la zona del euro, frente al 14,0% de 2007. Esta mejora de la brecha de eficiencia puede explicarse por dos factores: en primer lugar, la mayor sensibilidad del consumo energético español a las contracciones del PIB significó una reducción del consumo de energía más intensa que en el resto de Europa. En segundo lugar, el aumento del peso de la energía renovable en la composición del consumo energético español impulsado, en parte, por importantes subvenciones, también han favorecido esta mejora de la eficiencia. Ello se debe al mayor rendimiento en la generación de energía eléctrica a partir de estas fuentes frente a otros tipos de tecnología empleada.

Continuando con el cálculo anterior, el efecto potencial de converger hacia el nivel de eficiencia del resto de países de la zona del euro supondría una reducción del déficit energético en relación con el PIB de 2 décimas adicionales. Ello, junto con un autoabastecimiento igual al europeo, situaría el saldo energético en el 2,2% del PIB, un nivel cercano al desequilibrio medio registrado por el conjunto de países europeos.

En definitiva, el margen para corregir la elevada factura energética española es amplio. Sin embargo, para lograr este objetivo es necesario profundizar en las reformas adicionales que acerquen la eficiencia y el autoabastecimiento energéticos hasta niveles similares a los europeos. Los avances realizados en ambas direcciones estos últimos años marcan la senda a seguir pero, sin duda, aún se debe recorrer un largo camino para lograr una menor dependencia exterior.

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

## Sector público

**El déficit público de 2011 se situó por encima del 8% del PIB según el Gobierno.**

### Los presupuestos generales marcarán el rumbo del ajuste español

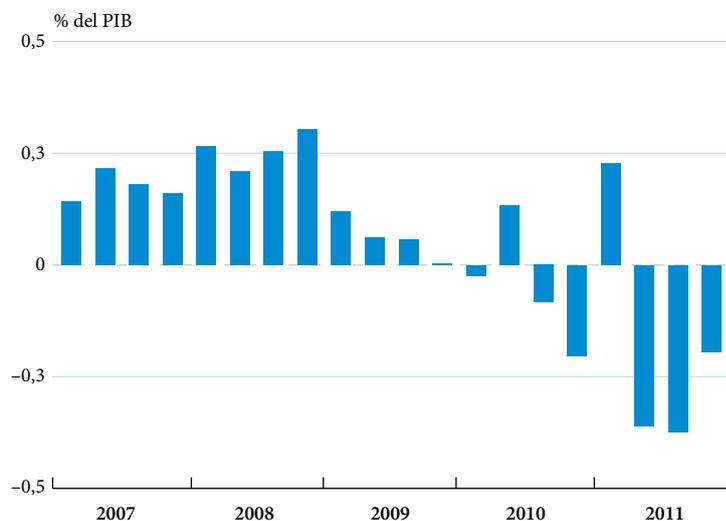
Las declaraciones del Gobierno durante las últimas semanas situaron el déficit público de 2011 por encima del 8% del producto interior bruto (PIB) español. Esta cifra significa una desviación de más de 2 puntos porcentuales respecto al objetivo fijado en el programa de estabilidad. A falta de conocer el desglose del déficit por instituciones públicas, todo parece indicar que las comunidades autónomas fueron las que se desviaron más de su objetivo marcado. De cara a marzo, la expectativa se centrará, principalmente, en la presentación de los presupuestos generales del Estado a finales de mes. Su redacción permitirá despejar las dudas acerca del objetivo de déficit marcado para 2012.

En efecto, las medidas de ajuste anunciadas a finales del año pasado suponen, según las estimaciones del nuevo ejecutivo, una reducción del déficit público de 15.175 millones de euros en 2012. Esta cantidad no es suficiente para corregir el déficit hasta el objetivo del 4,4% del PIB acordado con la Comisión Europea para el ejercicio actual. Es por ello que se precisarían medidas adicionales para reducir el desequilibrio presupuestario.

Sin duda, el mayor esfuerzo para lograr esta intensa consolidación fiscal pasará factura en la evolución de la economía española para este año. En este sentido, las previsiones de la Comisión Europea sitúan la contracción del PIB real español en un 1,0% en 2012 tomando en consideración solamente las medidas anunciadas hasta

### EL AJUSTE FISCAL REDUCE LA CONTRIBUCIÓN DEL SECTOR PÚBLICO AL CRECIMIENTO ECONÓMICO

Contribución del consumo público al crecimiento de la economía



FUENTE: INE.

el momento. Por lo tanto, la adopción de ajustes fiscales adicionales del orden de 3 puntos porcentuales del PIB podría provocar una contracción de la economía muy superior.

De hecho, los datos de contabilidad nacional referentes a 2011 ponen de manifiesto el impacto negativo de los ajustes fiscales sobre el crecimiento económico. Así, como muestra el gráfico anterior, la contribución intertrimestral del consumo público durante el año pasado fue, en media, de 0,2 puntos porcentuales negativos cada trimestre. Esta cifra se situó 5 décimas por debajo de la contribución alcanzada en 2008 cuando se implementaron los planes de estímulo fiscal para reactivar la economía. Por lo tanto, parece lógico plantearse un alargamiento de los exigentes plazos especificados en el programa de estabilidad. Ello permitiría reducir parcialmente la presión del ajuste fiscal sobre la economía española sin suponer un riesgo para la solvencia de la deuda pública, dado su nivel relativamente reducido en relación con la registrada en el conjunto de la zona del euro.

La introducción de mecanismos que reduzcan el riesgo a sufrir desequilibrios presupuestarios puede reforzar las cuentas públicas. En este sentido, el Gobierno español redactó, en enero, la Ley de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad

Financiera de las Administraciones Públicas. Con ella se limita el crecimiento del gasto público –a excepción de partidas como el pago de los intereses de la deuda o el gasto no discrecional en prestaciones de desempleo– por debajo de la tasa de crecimiento del PIB nominal a largo plazo. Asimismo, a partir del año 2020 el déficit público estructural, esto es corregido por el ciclo económico, no podrá superar el 0,4% del PIB español. Un límite que solamente podrá rebasarse en condiciones de recesión económica o emergencia extraordinaria. Esta ley también establece mecanismos correctores en caso de incumplimiento de los objetivos fijados que podrían llegar a conllevar sanciones económicas.

En este contexto, la prima de riesgo exigida a la deuda pública española, definida como el diferencial entre la rentabilidad de los bonos a 10 años españoles y sus homólogos alemanes, se mantuvo alrededor de los 320 puntos básicos en febrero. Unos niveles considerablemente inferiores a los máximos alcanzados tres meses atrás, cuando se llegaron a alcanzar los 500 puntos básicos. Esta situación fue aprovechada por el Tesoro español para colocar nuevas emisiones de deuda a un coste menor al exigido en subastas anteriores. Una buena noticia si tenemos en cuenta los elevados vencimientos de deuda pendientes para los últimos diez meses del año, que alcanzan los 133.689 millones de euros.

**El cumplimiento del objetivo de déficit de 2012 puede intensificar la contracción económica.**

**El Gobierno español aprueba la Ley de Estabilidad Presupuestaria que limita el gasto y el déficit estructural públicos.**

**La prima de riesgo se estabiliza alrededor de los 320 puntos básicos en febrero.**

## Ahorro y financiación

**La nueva reforma financiera incrementa la cobertura de los activos inmobiliarios en 50.000 millones de euros adicionales...**

### **La nueva reforma financiera no conseguirá frenar la caída del crédito**

El Gobierno español ha aprobado en febrero el real decreto ley de saneamiento del sistema financiero. El principal objetivo de la reforma es disipar las dudas sobre la solvencia de la banca ante el aumento de los activos inmobiliarios problemáticos en su balance. Para ello, se exige a la banca un incremento de la cobertura de su cartera inmobiliaria estimada, aproximadamente, en 50.000 millones de euros adicionales antes de fin de año. Esta medida ha recibido una buena acogida inicial por parte de los analistas. Sin embargo, existen interrogantes respecto al posible efecto de la ley sobre la evolución del crédito al sector privado.

Según los cálculos presentados por el ministro de Economía, la cobertura adicional se desglosa de la siguiente manera: cerca de 10.000 millones de euros procedentes de los beneficios de las entidades se destinarán a provisionar hasta el 7% de los activos sanos ligados a la promoción inmobiliaria. Los 40.000 millones restantes, aumentarán la cobertura de los activos inmobiliarios problemáticos que, en junio de 2011, alcanzaban los 175.000 millones de euros. Estos incluyen los activos adjudicados, los créditos dudosos y los que presentan riesgo de impago. De estos 40.000 millones de euros, 15.000 se cargarán contra los fondos propios e instrumentos de capital y los otros 25.000 millones, contra los beneficios.

Como consecuencia de estas nuevas exigencias, la dotación para cubrir las potenciales pérdidas de los activos inmobiliarios aumentará significativamente. Así, la

cobertura se ampliará hasta el 80% en el caso del suelo, el 65% para las promociones en curso y el 35% para viviendas y promociones terminadas. Estas cifras significan, frente a los niveles de cobertura anteriores a la actual disposición, aumentos de 49, 38 y 10 puntos porcentuales respectivamente. Con este incremento, el sector bancario refuerza su solvencia ante potenciales caídas del precio de los activos inmobiliarios. Ello permitirá disipar las dudas que existen por parte de los inversores respecto a la solidez de los balances bancarios.

La recuperación gradual de la confianza se verá reforzada, además, por la nueva reestructuración que abordará el sector bancario español en 2012. En efecto, la reforma financiera incentiva los procesos de fusión entre entidades. En este sentido, aquellas entidades inmersas en procesos de fusión podrán prolongar un año el cumplimiento de las exigencias de cobertura aprobadas en el decreto ley, así como sanear el deterioro de los activos contra patrimonio. Además, el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) se ha ampliado en 6.000 millones de euros para poder financiar estas entidades a través de la adquisición de bonos convertibles contingentes. A cambio, las entidades fusionadas deberán comprometerse a aumentar el crédito a hogares y empresas.

En febrero ya se observó cierta apertura de los mercados mayoristas de financiación para la banca, con la colocación de nuevas emisiones de deuda por parte de las principales entidades financieras. Sin embargo, los elevados vencimientos que debe afrontar el sector bancario español en 2012 mantienen elevadas sus necesidades

**...y permitirá disipar las dudas en los mercados mayoristas de financiación.**

de financiación. Esperamos, por lo tanto, que el recurso al Banco Central Europeo (BCE) siga siendo su principal fuente de financiación durante los próximos meses. Así, en enero de 2012, el préstamo neto del BCE a las entidades alcanzó un nuevo máximo en los 133.177 millones de euros. El mantenimiento de esta senda creciente será la tónica durante los próximos meses, máxime con la nueva inyección de liquidez por parte del BCE a finales de febrero.

Pero a pesar de esta mayor liquidez en los mercados, el proceso de desapalancamiento del sector privado y el deterioro de la coyuntura económica presionarán a la baja la evolución del crédito en 2012. Los últimos datos disponibles muestran una caída en la concesión de operaciones crediticias nuevas del 10,9% durante la segunda mitad de 2011. Fruto de ello, el crédito a los otros sectores residentes registró su mayor contracción desde el inicio de la recesión económica, con una caída del 3,3% interanual a diciembre de 2011. Como

muestran los datos de financiación del sector privado recogidos en la tabla siguiente, esta caída se distribuyó de forma homogénea entre empresas no financieras y hogares. Ambos sectores redujeron su endeudamiento en un 2,4% anual en 2011. Esta cifra contrasta con el incremento de la deuda pública en 2011, del 13,7%.

Según la encuesta sobre préstamos bancarios publicada por el Banco de España, los motivos subyacentes en esta caída responden a factores de oferta y de demanda. Tanto el leve endurecimiento de las condiciones de concesión de crédito como la debilidad de la demanda crediticia, especialmente en lo que respecta a los hogares, explican la debilidad del crédito. En clave de futuro, la misma encuesta anticipa nuevas contracciones del crédito durante el primer trimestre de este año debidas, sobre todo, a la peor coyuntura macroeconómica. Ello se alinea con nuestra previsión sobre la evolución del crédito para el conjunto de este año, en la que apuntamos

**El recurso al BCE es la principal fuente de financiación de la banca española.**

**El crédito al sector privado residente se reduce un 3,3% anual en 2011.**

## FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS (1)

Diciembre 2011

	Saldo	Variación año actual	Variación 12 meses	% participación
	Millones de euros	Millones de euros	% (2)	
Sector privado	2.132.332	-75.248	-2,4	74,3
Empresas no financieras	1.260.821	-48.195	-2,4	44,0
<i>Préstamos de entidades residentes (3)</i>	841.174	-55.656	-5,0	29,3
<i>Valores distintos de acciones</i>	65.360	4.713	7,8	2,3
<i>Préstamos del exterior</i>	354.287	2.748	2,4	12,4
Hogares (4)	871.511	-27.053	-2,4	30,4
<i>Préstamos para la vivienda (3)</i>	665.410	-14.548	-1,9	23,2
<i>Otros (3)</i>	203.025	-12.260	-4,0	7,1
<i>Préstamos del exterior</i>	3.075	-245	4,3	0,1
Administraciones públicas (5)	736.250	94.367	13,7	25,7
<b>TOTAL</b>	<b>2.868.582</b>	<b>19.119</b>	<b>1,5</b>	<b>100,0</b>

NOTAS: (1) Residentes en España.

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

(3) Incluyen préstamos titulizados fuera del balance bancario.

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

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

**La morosidad vuelve a repuntar hasta el 7,62% en diciembre de 2011.**

que se reducirá a un ritmo similar al registrado el año pasado.

Además, el deterioro esperado de la economía española durante este año seguirá presionando al alza la ratio de morosidad bancaria. El último dato disponible muestra un nuevo crecimiento de 9 puntos básicos, hasta situarse en el 7,62% del crédito total. A pesar de no poseer aún el desglose por sectores productivos, todo apunta hacia un deterioro generalizado de las ratios en el último trimestre, con especial intensidad en el caso de los activos inmobiliarios.

En definitiva, la nueva reforma financiera aprobada por el Gobierno consolidará el sector bancario español y ayudará a restablecer la confianza de los mercados de financiación mayoristas. Sin embargo, difícilmente podrá evitar una nueva recaída del crédito en 2012. Primero se debe corregir el excesivo endeudamiento del sector privado español y, además, debe mejorar la coyuntura económica. Dos requisitos que no se cumplirán durante este año.

### ¿Un cambio de tendencia en el ahorro de los hogares?

En este contexto de debilidad de la economía española, la evolución de la tasa de

ahorro de las familias se convierte en una variable clave para determinar el comportamiento de la demanda nacional. En septiembre de 2011, esta se situaba en el 12,0% de la renta bruta disponible de las familias españolas, lejos del 18,5% alcanzado en 2009. Un máximo que respondía al aumento del ahorro preventivo ante las magras perspectivas económicas existentes e intensificaba la contracción del consumo privado.

Por lo que respecta al cuarto trimestre de 2011, estimamos que el deterioro del escenario macroeconómico español detuvo la senda de reducción del ahorro registrada durante los últimos años. Incluso podría aumentar ligeramente durante 2012 debido, en parte, a la posible caída de la renta bruta disponible de las familias.

Los datos referentes a los pasivos de las entidades de crédito a cierre de 2011 pueden aportar cierta información sobre el comportamiento de la tasa de ahorro a finales del año pasado. Destaca la caída de los pasivos bancarios en manos de las familias y empresas del 4,6% interanual en diciembre. Ello responde, en gran medida, al comportamiento de los depósitos a plazo, que en diciembre se redujeron un 5,5% en el mismo periodo. Parte de esta disminución se explica por el trasvase de

**Se estima un estancamiento del ahorro de los hogares en el cuarto trimestre de 2012.**

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

Diciembre 2011

	Saldo	Variación año actual		Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%	
A la vista	270.041	8.275	3,2	8.275	3,2	19,7
De ahorro	202.949	-8.338	-3,9	-8.338	-3,9	14,8
A plazo	702.743	-40.905	-5,5	-40.905	-5,5	51,2
En moneda extranjera	17.719	-1.664	-8,6	-1.664	-8,6	1,3
<b>Total depósitos</b>	<b>1.193.452</b>	<b>-42.633</b>	<b>-3,4</b>	<b>-42.633</b>	<b>-3,4</b>	<b>87,0</b>
<b>Resto del pasivo (*)</b>	<b>178.971</b>	<b>-24.040</b>	<b>-11,8</b>	<b>-24.040</b>	<b>-11,8</b>	<b>13,0</b>
<b>TOTAL</b>	<b>1.372.423</b>	<b>-66.673</b>	<b>-4,6</b>	<b>-66.673</b>	<b>-4,6</b>	<b>100,0</b>

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

los ahorros hacia productos de deuda pública, que experimentaron un incremento de la rentabilidad durante los últimos meses del año pasado. Por su lado, el conjunto de los depósitos a corto plazo (vista y ahorro), que son los que más reaccionan ante variaciones del ahorro preventivo, se man-

tuvieron estancados a finales del año pasado. Sin embargo, este comportamiento contrasta con las caídas registradas en el tercer trimestre de 2011, lo que podría anticipar un cambio de tendencia en la tasa de ahorro de las familias.

**Los pasivos bancarios se reducen un 4,6% en diciembre empujados por los depósitos a plazo.**

# Estudios y Análisis Económico, "la Caixa"

## Publicaciones

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

### ■ INFORME MENSUAL

Informe sobre la situación económica (disponible también en inglés)

### ■ ANUARIO ECONÓMICO DE ESPAÑA 2011

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

### ■ COLECCIÓN COMUNIDADES AUTÓNOMAS

1. La economía de Galicia
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](http://www.laCaixa.es/estudios)

01/2010. **The Impact for Spain of the New Banking Regulations Proposed by the Basel Committee** "la Caixa" Research Department

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

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

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

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

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

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

Marzo 2012

### CAJA DE AHORROS Y PENSIONES DE BARCELONA

#### Estudios y Análisis Económico

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

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

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

## GRUPO "la Caixa": DATOS MÁS RELEVANTES

a 31 de diciembre de 2010

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

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

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



# Informe Mensual edición iPad

*La economía desde tu sofá*

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

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

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

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

