

Informe Mensual



EL DESAPALANCAMIENTO DE FAMILIAS Y EMPRESAS

Desapalancamiento de los hogares: tres países, tres historias Pág. 14

El proceso de reducción de la deuda de los hogares progresa a distintas velocidades según el país

Desapalancamiento bancario en Europa, ¿repercusiones en el mundo emergente? Pág. 25

¿Se verá afectada la financiación exterior a los emergentes a causa del desendeudamiento bancario en Europa?

Endeudamiento empresarial: primar la prudencia y asegurar la liquidez Pág. 44

Las empresas estadounidenses y europeas han contenido la deuda antes y después de la crisis

El sobreendeudamiento de las empresas españolas: ¿problema común o de unas pocas? Pág. 69

Muchos sectores aún presentan un endeudamiento excesivo

Previsiones

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

	2010	2011	2012	2011				2012	
				I	II	III	IV	I	II
ECONOMÍA INTERNACIONAL									
Previsiones					Previsiones				
Producto interior bruto									
Estados Unidos	3,0	1,7	2,0	2,2	1,6	1,5	1,6	1,9	2,0
Japón	4,5	-0,7	1,7	-0,1	-1,7	-0,5	-0,6	1,7	2,5
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	2,3	1,7	1,6	1,3	0,3	0,4
Precios de consumo									
Estados Unidos	1,6	3,1	2,3	2,1	3,3	3,8	3,3	2,8	2,2
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	3,4	2,9
Zona del euro	1,6	2,7	2,0	2,5	2,8	2,7	2,9	2,6	2,0
<i>Alemania</i>	1,1	2,3	1,9	2,1	2,3	2,4	2,4	2,2	1,9
<i>Francia</i>	1,5	2,1	2,1	1,8	2,1	2,1	2,4	2,3	2,2
ECONOMÍA ESPAÑOLA									
Previsiones					Previsiones				
Agregados macroeconómicos									
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 AA. PP.	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 Δ 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	2,4	13,1	8,8	9,2	5,2	2,6	3,0
Importación de bienes y servicios	8,9	-0,1	-7,4	6,0	-1,3	0,9	-5,9	-9,3	-8,1
Producto interior bruto	-0,1	0,7	-1,0	0,9	0,8	0,8	0,3	-0,4	-1,0
Otras variables									
Empleo	-2,6	-1,9	-3,5	-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	1,8	3,5	3,5	3,1	2,8	1,9	1,8
Costes laborales unitarios	-2,6	-1,9	0,1	-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	-1,6	-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		
MERCADOS FINANCIEROS									
Previsiones					Previsiones				
Tipos de interés internacionales									
Fed Funds	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Repo BCE	1,0	1,3	1,0	1,0	1,3	1,5	1,3	1,0	1,0
Bonos EE. UU. 10 años	3,2	2,8	2,1	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
Tipos de cambio									
\$/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
 - 10 Japón
 - 12 China
 - 14 **Desapalancamiento de los hogares: tres países, tres historias**
 - 16 Brasil
 - 18 México
 - 19 Materias primas
- 21 Unión Europea
 - 21 Zona del euro
 - 25 **Desapalancamiento bancario en Europa, ¿repercusiones en el mundo emergente?**
 - 27 Alemania
 - 29 Francia
 - 30 Italia
 - 32 Reino Unido
 - 34 Europa emergente
- 36 Mercados financieros
 - 36 Mercados monetarios y de capital
 - 44 **Endeudamiento empresarial: primar la prudencia y asegurar la liquidez**
- 48 Coyuntura española
 - 48 Actividad económica
 - 52 Mercado de trabajo
 - 56 Precios
 - 60 Sector exterior
 - 63 Sector público
 - 65 Ahorro y financiación
 - 69 **El sobreendeudamiento de las empresas españolas: ¿problema común o de unas pocas?**

El desapalancamiento de familias y empresas

En los años previos a la recesión iniciada en la pasada década, el progresivo endeudamiento del sector privado permitió, en muchos países, un crecimiento económico mucho más intenso del que se habría registrado sin el mismo. La abrupta irrupción de la crisis frustró la expansión y puso de manifiesto un excesivo nivel de deuda. Dicha deuda supone ahora un pesado lastre que puede contrarrestar los esfuerzos para salir de la atonía económica. Sin una reducción significativa de este endeudamiento será muy difícil recuperar las tasas de crecimiento de antaño.

En el origen de la escalada de la deuda se encuentra un periodo de abundancia de liquidez y de tipos de interés reducidos, que propician una potente expansión del crédito. En el caso de Europa, la creación del euro supuso para algunos países un descenso notable de los tipos de interés a corto y largo plazo, así como una ampliación de las fuentes de financiación, al desaparecer el riesgo de cambio entre los Estados participantes. A su vez, la expansión crediticia favoreció una subida de precios de los activos (la globalización frenaba las subidas de los precios de los bienes), en una espiral que provocó la aparición de burbujas especulativas.

La dinámica de la expansión crediticia ha sido muy distinta según países, de manera que existen otros factores, de carácter diverso (institucionales, regulatorios, estructurales), que en cada momento dificultan o impulsan la actuación de los actores privados. Por ejemplo, en el caso de Estados Unidos, el *boom* crediticio de los años 2000 estuvo ligado a las familias y al crédito hipotecario, mientras que las empresas mantuvieron un nivel de apalancamiento relativamente bajo, lo cual ha sido un factor muy importante a la hora de dejar atrás la fase recesiva. En España, en cambio, la deuda de las familias se triplicó en la primera década del siglo, pero también la correspondiente a las empresas experimentó una subida significativa, situándose por encima de la media comunitaria.

El excesivo apalancamiento supone una complicación importante si la economía interrumpe su crecimiento y cae en recesión. En estas condiciones, está claro que es mucho más difícil salir de la crisis: las experiencias previas demuestran que la recuperación es más lenta. Para paliar el problema se puede recurrir a traspasar deuda del sector privado al público (ayudas y subvenciones a familias, empresas y bancos), pero, como estamos constatando con la crisis de la deuda soberana de la zona del euro, se trata de una acción paliativa extremadamente limitada. La solución ideal es que el crecimiento se relance, pero la escasa capacidad de gasto de los agentes, derivada del propio endeudamiento, impide que este se produzca de forma espontánea. A no ser que se consigan mejoras de productividad y costes, lo cual no suele suceder de la noche a la mañana. Ayuda mucho contar con un entorno exterior expansivo que contrarreste el desplome de la demanda interna con demanda de exportaciones. Cuando es posible, devaluar la moneda propia permite estimular la producción interna; la inflación también ayuda, al reducir el valor relativo de la deuda en circulación. Pero devaluación e inflación son remedios con muchas contraindicaciones y, en cualquier caso, no están al alcance de las economías que participan en el euro.

Por tanto, la fase de desendeudamiento aboca a un crecimiento de la economía más lento y frágil de lo que suele ser habitual en las salidas de las recesiones convencionales. En el caso español, la conjunción de elevados niveles de apalancamiento tanto en empresas como en familias y la exigencia de frenar y reducir el correspondiente al sector público augura un prolongado periodo de crecimiento por debajo del potencial. Un periodo que solo podrá ser recortado por un decidido avance en la productividad, eficiencia y competitividad de todos los sectores económicos.

RESUMEN EJECUTIVO

La aprobación de un nuevo rescate para Grecia rebaja las tensiones de los mercados, pero el petróleo preocupa.

Estados Unidos va consolidando su recuperación.

China establece un objetivo de crecimiento inferior al 8% anual.

Signos de estabilización y muchas dosis de prudencia

Los primeros indicadores relativos a la actividad económica internacional en el primer trimestre apuntan a una alentadora mejora en Estados Unidos, una desaceleración en los países emergentes y una recesión suave en la zona del euro. En esta, la resolución del segundo programa de ajuste de Grecia ha permitido rebajar las tensiones en los mercados. Los inversores perciben un cierto giro de mejora respecto a finales de 2011, que se concreta en un paulatino incremento del apetito por el riesgo y la búsqueda de rentabilidad. La renta variable y la renta fija corporativa se han beneficiado de este ambiente, apoyado por la relajación monetaria que aplican los bancos centrales. No obstante, conviene apelar al realismo y reconocer que buena parte de los focos de inestabilidad de meses anteriores siguen todavía presentes, por lo que cualquier noticia desfavorable al respecto podría desencadenar nuevos episodios de correcciones a la baja. El precio del crudo de petróleo sigue siendo un factor de preocupación con capacidad de desestabilizar la frágil recuperación global.

Si se entiende que la crisis económica actual ha sido una crisis de exceso de deuda y que la salida de la misma exige un arduo proceso de desapalancamiento, entonces la dirección que ha tomado la economía de Estados Unidos es la adecuada. El sector más endeudado, las familias, han bajado su endeudamiento desde el 130% de la renta disponible en septiembre de 2007 al 113% en diciembre de 2011. Una reducción que queda a mitad de camino si se considera como normal la deuda del 90% de la renta

disponible de inicios de 2000. Esta mejora sostenida, junto con el constante avance del mercado laboral, parece estar dando alas a los consumidores, cuyo incremento de gasto podría situarse en torno al 2% real a lo largo de este año. En el apartado inversor, la construcción seguirá siendo el farolillo rojo de la economía, con una sobreoferta de inmuebles que se prolongará hasta bien entrado 2013. Con un mejor tono, la inversión en equipo debería mantenerse en crecimientos superiores al 5% a lo largo de 2012, después de los robustos avances de 2011.

En Japón, los resultados del primer trimestre son positivos gracias al buen comportamiento de las empresas manufactureras exportadoras, que son la fortaleza tradicional de la economía japonesa. La producción industrial de febrero acumulaba un incremento del 6% desde inicios de año, mientras que los pedidos de maquinaria de las empresas exportadoras, indicador adelantado de la inversión en equipo, también repuntaban. Abundando en las perspectivas alcistas del primer trimestre, el saldo comercial de febrero fue mejor de lo esperado, gracias al buen comportamiento de las exportaciones, que avanzaron un 2,9% respecto a enero y alejan la perspectiva de un déficit por cuenta corriente a lo largo de 2012.

En China, cabe destacar el anuncio de la reducción del objetivo de crecimiento anual por primera vez en ocho años. El primer ministro, Wen Jiabao, anunció que a partir de ahora el objetivo del Gobierno de Pekín pasa del 8,0% al 7,5%. El cambio conlleva el propósito explícito de reorientar el crecimiento de la inversión y las

exportaciones hacia el consumo privado, que en China representa tan solo un tercio del PIB y cuyas tasas de avance acostumbra a ser menores que las de la inversión.

Por su parte, la economía brasileña creció un 2,7% en 2011, algo menos de lo que esperaban la mayoría de analistas y mucho menos de lo que avanzó en 2010 (incremento del 7,5%). Aunque se anticipaba un mayor impacto de los estímulos puestos en marcha desde el verano, se confirma que, durante los últimos compases de 2011, la actividad mantuvo un tono de relativa debilidad que cabe atribuir a la contención de las exportaciones netas y a la reducción de existencias. En contraste, el gasto interno volvió a dejar constancia de su resistencia y recuperó vigor en relación con el trimestre anterior. Esperamos que ese repunte de la demanda interna se consolide a lo largo de 2012.

En la zona del euro, la actividad económica ha iniciado el ejercicio con un pulso débil que se espera cobre vigor a lo largo del año. Hasta ahora, la mayoría de los indicadores avanzados que se han publicado señalan que el fuerte deterioro del último trimestre del año pasado empieza a frenarse. Los indicadores contemporáneos apuntan en la misma dirección. Así, la confianza de los consumidores ha mejorado algo desde el mínimo de diciembre, lo que permitió que en el mes de enero las ventas minoristas pasaran de una contracción interanual del 1,1% a un crecimiento nulo. La producción industrial del mes de enero se contraía un 1,2%, pero reducía la caída presentada en diciembre del 1,8%. Y se entrevé una recuperación adicional a tenor de la tímida mejora de los índices de confianza empresarial en la zona del euro. El sector exterior se mantiene como el principal puntal de la recuperación, con una reducción del déficit comercial en el mes de enero. Sin embargo, el mercado laboral sigue presentando un tono muy débil, tal y como muestra el incremento de la tasa de paro hasta el

10,7% en el mes de enero. Además, los ajustes fiscales que se están aplicando, muy intensos en algunos países, junto con los procesos de desendeudamiento del sector privado no permiten confiar en que la actividad se recupere rápidamente.

En cambio, el segundo programa de ajuste de Grecia ha obtenido la luz verde, lo que elimina uno de los factores de incertidumbre que todavía planean sobre la economía de la eurozona. En efecto, la decisión sobre la reestructuración de la deuda pública griega en manos del sector privado se saldó con un elevado grado de aceptación voluntaria y una participación total superior al 95% de la deuda en manos de los acreedores privados. El resultado de la quita de deuda supone una reducción de unos 105.000 millones de euros en el saldo de deuda del país helénico, lo que la sitúa en 245.000 millones de euros, el 114% del PIB, antes de la nueva inyección de fondos públicos.

Por otra parte, el Banco Central Europeo (BCE) celebró la segunda de las dos subastas de préstamos de cuantía ilimitada con vencimiento a tres años a la banca de la eurozona, el último día de febrero. El banco central otorgó a las 800 entidades que acudieron un total de 530.000 millones de euros. Esta liquidez ha permitido moderar el nerviosismo en torno a la crisis de crédito y ha seguido actuando favorablemente sobre la reducción de las primas de riesgo de los bonos soberanos de Italia y, en menor medida, de España. Adicionalmente, esta circunstancia se ha visto reforzada por las satisfactorias colocaciones de deuda pública de ambos gobiernos y por las medidas estructurales que han ido adoptando. Ante esta caída de las tensiones, el BCE interrumpió la compra de obligaciones de ambos países a principios de marzo. Sin embargo, las tensiones están lejos de haber desaparecido por completo, y de hecho resurgieron en España al hilo de la revisión de los objetivos de déficit público para 2012.

En la zona del euro, los indicadores apuntan a que el deterioro económico se frena.

La participación del sector privado en el ajuste griego se salda con un elevado porcentaje de aceptación voluntaria.

El BCE inyecta una importante dosis de liquidez.

En España, el nuevo Gobierno impulsa importantes reformas...

Los presupuestos de la administración central española para 2012, que serán presentados a finales de marzo, serán la piedra de toque de la política del nuevo Gobierno surgido de las elecciones del pasado mes de noviembre. En estos pocos meses, el impulso reformista de la nueva administración se ha puesto de manifiesto en tres importantes iniciativas: la reforma laboral, que pretende flexibilizar el mercado de trabajo y que ya ha entrado en vigor; la reforma financiera, que persigue sanear los activos problemáticos y que está generando importantes movimientos en el sector; y la presentación del proyecto de ley de estabilidad presupuestaria y sostenibilidad financiera, cuyo objetivo es garantizar la estabilidad presupuestaria en todos los niveles de la administración pública.

...pero la clave está en el ajuste del déficit público.

Pese a este ímpetu reformista, la desviación del déficit público en 2011 respecto a los objetivos establecidos ha creado desconfianza respecto a la capacidad de la economía española de sanear el sector público eliminando el elevado desequilibrio entre gastos e ingresos. Así, el déficit público del pasado año alcanzó el 8,5% del PIB, 2,5 puntos porcentuales por encima del objetivo del Gobierno y la Comisión Europea. Obviamente, el ajuste fiscal fue claramente insuficiente y la reconducción de este desequilibrio hacia cotas más reducidas se convierte en uno de los principales retos de la política económica para este año, especialmente en un contexto de contracción económica.

La economía española sigue recabando ahorro exterior para mantener el actual nivel de gasto.

En esta tesitura, el ejecutivo español revisó el objetivo de déficit de 2012 del 4,4% del PIB hasta el 5,8% del PIB, si bien la Comisión Europea exigió reducirlo hasta el 5,3%, manteniendo el objetivo de alcanzar una desviación del 3% en 2013. Se trata de un reto muy severo ya que la consolidación fiscal contemplada supera cualquier ajuste del saldo público registrado en España en las últimas décadas. Más aún cuando la

economía española ha vuelto a caer en una recesión cuya duración y calado es difícil predecir. Los indicadores de actividad del primer trimestre apuntan a que la demanda interna sigue deprimida, si bien se perciben señales de estabilización de la caída.

El puntal que consigue que el deterioro de la actividad no sea mayor lo constituye el sector exterior. El desplome de las importaciones, debido a la debilidad de la demanda interna, unido a la buena marcha de las exportaciones, ha reducido el déficit por bienes y servicios del 6,7% del PIB en 2007 hasta el 0,6% en 2011. Cabe destacar especialmente el superávit comercial alcanzado con los principales socios, la zona del euro. Sin embargo, esta favorable trayectoria se ha visto compensada en parte por el deterioro de la balanza de rentas, derivado de los crecientes pagos por la deuda exterior. En definitiva, en 2011 la economía española necesitó una financiación exterior del orden de los 35.000 millones de euros, un importe que debería reducirse sustancialmente en 2012.

En todo caso, esto significa que pese a la recesión de la actividad y la contención del gasto de familias, empresas y sector público, la economía española sigue necesitando atraer ahorro exterior para financiar un gasto que todavía excede la capacidad interna de generación de renta y riqueza. En el contexto citado de desconfianza de los inversores internacionales a la hora de financiar determinadas economías de la eurozona, está claro que el mantenimiento del flujo de financiación hacia la economía española se hace muy complicado. Es por este motivo que la aplicación de las reformas emprendidas y el riguroso cumplimiento del ajuste de los presupuestos públicos son requisitos esenciales para la estabilización de la economía y sentar así las bases de una futura recuperación.

27 de marzo de 2012

CRONOLOGÍA

2011

marzo	25	Se aprueba el Pacto por el Euro Plus y se ponen las bases para el establecimiento del Mecanismo Europeo de Estabilidad en el Consejo Europeo.
abril	7	El Banco Central Europeo sube el tipo de interés oficial al 1,25%.
mayo	17	El Consejo de Ministros de Economía y Finanzas de la Unión Europea aprueba el plan de ayuda financiera a Portugal por un importe de 78.000 millones de euros.
	22	Celebración de elecciones en trece comunidades autónomas y en los municipios.
junio	10	El Gobierno aprueba un decreto ley por el que se reforma la negociación colectiva .
julio	7	El Banco Central Europeo sube el tipo de interés oficial al 1,50%.
	21	Los países de la zona del euro aprueban un segundo plan de ayudas públicas a Grecia entre otras medidas para gestionar la crisis de la deuda soberana.
agosto	16	Los dirigentes de Alemania y Francia, Angela Merkel y Nicolas Sarkozy, proponen un reforzamiento de las instituciones de la zona del euro , con un conjunto de mecanismos para una mayor coordinación de la política económica.
	19	El Gobierno aprueba un paquete de medidas de política económica , con el avance del pago del impuesto de sociedades para las grandes empresas, la racionalización del gasto farmacéutico y la reducción temporal del IVA para las viviendas nuevas.
	30	El Congreso aprueba reformar la Constitución para introducir el principio de estabilidad presupuestaria .
septiembre	22	El Congreso de los Diputados convalida el real decreto ley 13/2011 que restablece el impuesto sobre el patrimonio para 2011 y 2012.
octubre	26	La cumbre del euro acuerda lanzar un nuevo programa de ayuda para Grecia , con una quita del 50% de la deuda para los inversores privados, ampliar sustancialmente la capacidad financiera de la FEEF y subir la ratio de capital de máxima calidad de los bancos al 9%.
noviembre	3	El Banco Central Europeo baja el tipo de interés oficial al 1,25%.
	20	El Partido Popular gana las elecciones generales por mayoría absoluta.
diciembre	8	El Banco Central Europeo baja el tipo de interés oficial al 1,00% y anuncia dos subastas extraordinarias de liquidez a 36 meses, la ampliación de los activos elegibles como colateral y la reducción de la ratio de reservas.
	9	La Cumbre europea sella un pacto para asegurar una mayor disciplina fiscal por la vía de un tratado que involucraría a los 17 de la zona del euro más otros países de la UE que quieran sumarse al mismo.
	30	El Gobierno aprueba un paquete de medidas de política económica que incluye recortes de gastos y elevaciones de impuestos.

2012

enero	25	Los agentes sociales firman un acuerdo de moderación salarial con vigencia de 2012 a 2014.
febrero	3	El Gobierno aprueba un decreto ley de saneamiento del sector financiero .
	10	El Gobierno aprueba un decreto ley de medidas urgentes para la reforma del mercado laboral .
marzo	2	Veinticinco países de la Unión Europea firman el Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza para reforzar la disciplina fiscal.
	14	El Eurogrupo aprueba la financiación del segundo programa de ajuste de Grecia .

AGENDA

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).
- 24 Ingresos y gastos del Estado (marzo).
- 25 Precios industriales (marzo).
Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 27 Encuesta de población activa (cuarto trimestre).
Avance IPC (abril). PIB de EEUU (primer trimestre).
- 30 Avance del PIB (primer trimestre).
Balanza de pagos (febrero).

Mayo

- 3 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 4 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (abril).
Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 7 Índice de producción industrial (marzo).
- 11 IPC (abril).
- 15 Avance del PIB de la UE (primer trimestre).
- 16 IPC armonizado de la UE (abril).
- 17 Contabilidad Nacional Trimestral (primer trimestre).
- 18 Comercio exterior (marzo).
- 25 Precios industriales (abril).
- 29 Ingresos y gastos del Estado (abril).
- 30 Avance IPC (mayo).
- 31 Balanza de pagos (marzo).

COYUNTURA INTERNACIONAL

Estados Unidos puede crecer un 2,0% en 2012, apoyado en demanda interna y medidas de estímulo.

La economía estadounidense está a la cabeza de las economías desarrolladas en la reducción de deuda.

Estados Unidos: cada vez, un poco mejor

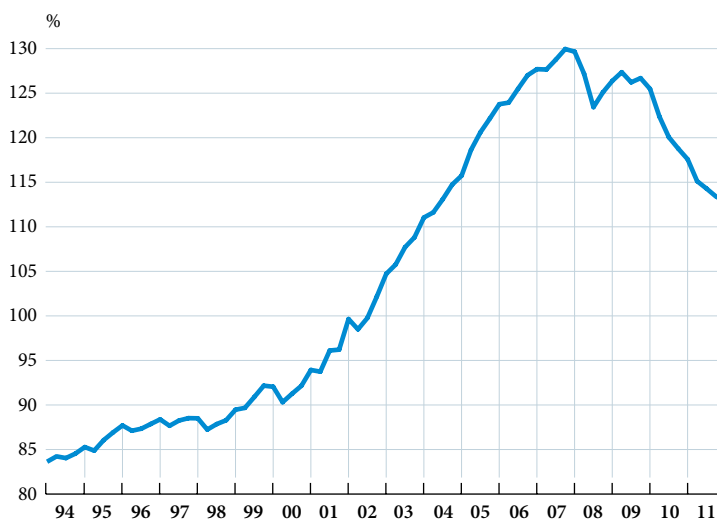
Nuestra previsión de crecimiento de la economía estadounidense para el conjunto de 2012 sigue invariada en el 2,0%, pero los riesgos a la baja se han visto sensiblemente reducidos. Si bien la crisis de la deuda europea y el precio del petróleo siguen siendo unos peligros considerables, los riesgos internos han disminuido. Las políticas de estímulo fiscales y monetarias han contribuido a propiciar una reducción de la deuda privada y una recuperación del mercado laboral que dan continuidad a los niveles actuales de crecimiento. Hay que tener en cuenta, empero, que queda mucho por recorrer y que la actividad privada no ha llegado todavía a la situación de ser plenamente sostenible por ella misma, por lo que los estímulos seguirán siendo necesarios.

Si se entiende que la crisis económica actual ha sido una crisis de exceso de deuda y que la salida de la crisis implica un arduo proceso de desapalancamiento, entonces puede afirmarse que Estados Unidos está al frente de las economías desarrolladas. Desde el máximo de marzo de 2009 hasta finales de 2011, la deuda privada (particulares, empresas financieras y empresas no financieras) se redujo del 303,1% al 250,9% del PIB, una disminución de un 52,3% en términos de PIB que casi dobla el incremento de endeudamiento que ha tenido el sector público desde su mínimo de junio de 2007, un 32,5%.

De entre los tres sectores privados, en Estados Unidos, el que debe marcar el ritmo de la reducción de la deuda son los hogares, que empezaron la crisis relativamente más endeudados que en otras economías.

ESTADOS UNIDOS: EL MENOR ENDEUDAMIENTO, LA MEDIDA DE LA RECUPERACIÓN

Deuda bruta de los hogares en porcentaje de la renta disponible



FUENTES: BEA, Federal Reserve y elaboración propia.

Los progresos son evidentes (véase el recuadro «Desapalancamiento de los hogares: tres países, tres historias»). La deuda bruta de las familias ha pasado del 130,0% de la renta disponible en septiembre de 2007 al 112,8% en diciembre de 2011. Una reducción que queda a mitad de camino si se considera como normal la deuda del 90,2% de la renta disponible de inicios de 2000. Esta mejora sostenida, junto con la constante mejora del mercado laboral, parece estar dando alas a los consumidores.

Si bien el consumo privado se desaceleró a finales de 2011, después de haber experimentado un fuerte repunte, los dos primeros meses de 2012 muestran que existe un fondo de resistencia que debería posibilitar al consumo privado crecer en torno al 2,0% a lo largo de este año, en términos reales. Apuntando en esta dirección, las ventas minoristas tendenciales, sin coches ni gasolina, crecieron en febrero un 3,1% interanual en términos reales, algo por encima del ritmo con el que se acabó 2011, con un dato de enero que fue revisado sen-

siblemente al alza. Siguiendo este patrón, el gasto de consumo de las cuentas nacionales de enero avanzó por encima de los ingresos, lo que permite esperar que, en el primer trimestre, el consumo privado avanzará a ritmos cercanos al 2,0%, en términos anuales, bien por encima de lo que se venía esperando hace tan solo dos meses. Asimismo, el índice de confianza del consumidor del Conference Board retomó la senda alcista encaramándose hasta el nivel de los 70,8 puntos, un nivel todavía inferior a la media histórica (en torno a los 100 puntos) pero al que no se llegaba desde febrero de 2008.

Pese a esta situación mejorada, se atoja harto difícil un crecimiento sostenido del consumo privado mucho más allá del 2,0%. En primer lugar, la reducción del endeudamiento todavía no ha pasado por su ecuador y, pese a la mejora del crédito al consumo, no es factible que se pueda volver a la situación anterior a la crisis, cuando el consumo privado crecía al 3,0%, gracias, en parte, a una erosión constante de

El consumo privado muestra un fondo de resistencia en torno a crecimientos del 2,0%.

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	Febrero	Marzo
PIB real	3,0	1,7	2,2	1,6	1,5	1,6	-	...	-
Ventas al por menor	6,4	7,7	8,1	7,8	8,0	7,0	6,3	6,5	...
Confianza del consumidor (1)	54,5	58,1	66,9	61,8	50,3	53,6	61,5	70,8	...
Producción industrial	5,3	4,2	5,4	3,8	3,7	3,8	3,6	4,0	...
Índice actividad manufacturera (ISM) (1)	57,3	55,2	59,8	56,6	52,1	52,4	54,1	52,4	...
Viviendas iniciadas	5,6	4,3	-5,3	-4,9	5,3	24,4	11,0	34,7	...
Tasa de paro (2)	9,6	9,0	9,0	9,0	9,1	8,7	8,3	8,3	...
Precios de consumo	1,6	3,2	2,1	3,4	3,8	3,3	2,9	2,9	...
Balanza comercial (3)	-500,0	-560,0	-519,3	-534,0	-537,6	-560,0	-565,0	...	...
Tipo de interés interbancario 3 meses (1)	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,5	0,5	0,5	...
Tipo de cambio efectivo nominal (4)	75,4	70,9	71,9	69,6	69,8	72,4	73,4	72,3	73,0

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.

El mercado laboral mejora, con una tasa de paro en el 8,3%, pero el aumento de las rentas salariales se retrasará.

la tasa de ahorro. En segundo lugar, la situación actual del mercado laboral, pese a la mejora, sigue poniendo un límite al crecimiento de los ingresos de los hogares.

En este sentido, si bien la evolución del mercado de trabajo es uno de los factores que más ha contribuido a mejorar las expectativas del conjunto de la economía, las prestaciones que pueden esperarse para 2012 seguirán siendo modestas. Después de haber tocado fondo, la recuperación del mercado de trabajo debería escalonarse en tres etapas sucesivas. Primeramente habría una mayor utilización de la mano de obra empleada, seguida de un aumento de la contratación y, en tercer lugar, vendría la recuperación de los salarios.

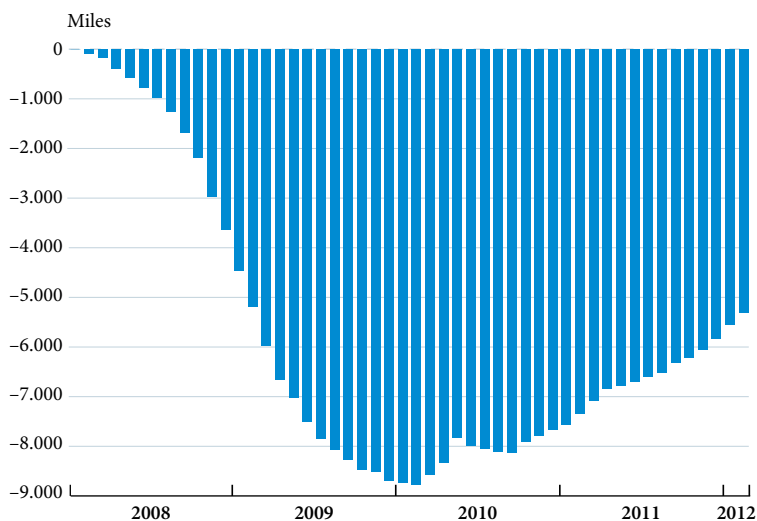
Los datos de febrero evidencian que la recuperación de las horas trabajadas y las nuevas contrataciones siguen mejorando las expectativas. Así, en febrero se crearon 227.000 nuevos puestos de trabajo, lo que eleva hasta los 3,5 millones el total de empleos recuperados desde marzo de 2010. El camino que queda por delante, empero, sigue siendo largo, ya que quedan por crear

otros 5,4 millones de empleos para igualar lo que se perdió durante la crisis. Asimismo, la tasa de desempleo se mantuvo en febrero en el 8,3%, muy por debajo del 10,0% de octubre de 2010.

La recuperación del empleo es real pero más modesta de lo que parece, con tres elementos que lastrarán la recuperación de los salarios. En primer lugar, el subempleo, trabajadores que trabajan a tiempo parcial involuntariamente a causa de poca demanda, sigue siendo elevado. Aunque la mejora de los últimos meses es evidente –entre septiembre de 2011 y febrero de 2012 se pasó de 9,1 millones a los 8,0 millones de subempleados–, el nivel sigue estando muy por encima de los 4,5 millones que podrían considerarse normales. En segundo lugar, la proporción de parados de larga duración, de difícil recolocación, sigue siendo de un 42,6%, casi el doble del anterior máximo de 1983. En tercer lugar, la reducción de la tasa de paro se debe tanto a la creación de empleos como a la reducción de la población activa, lo que da idea de una situación que todavía está lejos de ser boyante.

ESTADOS UNIDOS: EL EMPLEO SE RECUPERA PERO LE QUEDA UN TRECHO

Variación de empleos netos acumulada desde el inicio de la recuperación



FUENTES: US Census y elaboración propia.

En el apartado inversor, la construcción seguirá siendo el farolillo rojo de la economía, con una sobreoferta de inmuebles que se prolongará hasta bien entrado 2013. Un indicador de la lentitud de la recuperación del sector lo da la iniciación de 698.000 nuevas viviendas en febrero, en términos anuales, que si bien queda por encima del nivel del mismo periodo del año anterior, alarga hasta los cuatro meses la persistencia de un nivel que es un 54,2% inferior al promedio del periodo 1995-2000, previo a la burbuja. Las mejores expectativas siguen estando en el sector de las viviendas multifamiliares, pero los precios siguen a la baja, con un índice Case-Shiller de precios de la vivienda de segunda mano que siguió descendiendo en diciembre, con un retroceso del 4,0% para el conjunto de 2011.

Con un mejor tono, la inversión en equipo debería mantenerse en crecimientos superiores al 5,0% a lo largo de 2012, después de los robustos avances de 2011. Si bien la recuperación del sector manufacturero está quedando algo desdibujada en los últimos meses, las expectativas empresaria-

les en el sector de servicios, que representa un 86,2% del empleo, siguen mejorando. Así, el índice de actividad manufacturera del Institute for Supply Management (ISM) retrocedió hasta los 52,4 puntos, mientras que el de servicios siguió avanzando hasta el nivel de los 57,3 puntos, que es coherente con un ritmo de crecimiento del PIB por encima del actual.

En el ámbito de los precios, la persistencia del petróleo caro podría llevar la subida del índice de precios al consumo (IPC) cerca del 2,5%. Es este encarecimiento de los precios energéticos, que repuntaron en febrero, lo que está impidiendo el esperado repliegue de una ya de por sí moderada inflación. Así, mientras que el IPC de febrero se mantuvo en el 2,9% interanual, el repliegue se empieza a sentir en el IPC subyacente, que excluye los precios energéticos y los de alimentación, que subió un 2,2% interanual. Una moderación mínima que se hace más evidente cuando se toma en consideración la variación de precios entre enero y febrero. Los sectores que más tiraron hacia abajo el incremento del IPC subyacente fueron el vestido, los alquileres

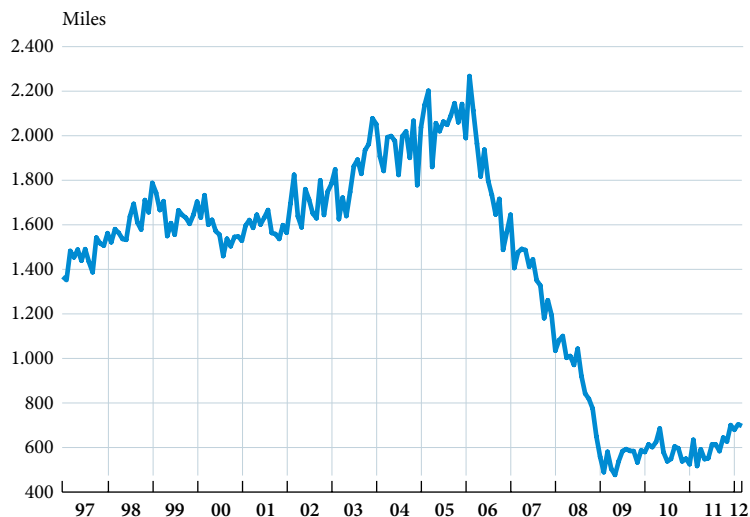
Las mejoras en la vivienda son mínimas. Los precios siguen bajando y la construcción está estancada.

La inversión en equipo mantendrá el tono en 2012.

El IPC sube un 2,9% y la subyacente se modera un 2,2%.

ESTADOS UNIDOS: LA CONSTRUCCIÓN, UNA RECUPERACIÓN LEJANA

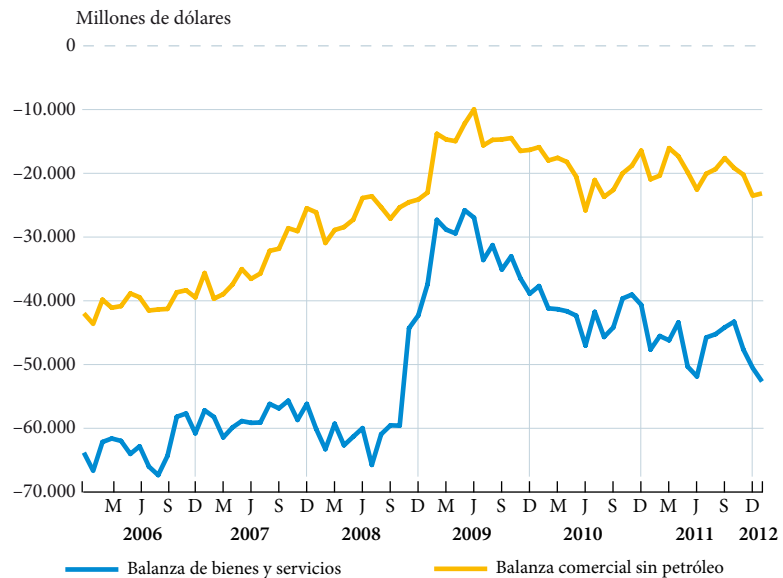
Viviendas iniciadas en términos anuales



FUENTES: Department of Commerce y elaboración propia.

ESTADOS UNIDOS: SIN EL PETRÓLEO, LAS COSAS CAMBIAN

Saldo mensual de la balanza de bienes y servicios



FUENTES: Departamento de Comercio y elaboración propia.

El petróleo caro impide la corrección del déficit comercial y sustrae crecimiento al conjunto de la economía.

Japón espera una recuperación de su economía en el primer trimestre de 2012.

imputados a los propietarios de viviendas y el ocio.

El encarecimiento del petróleo se deja sentir también en el sector exterior dando una justa medida de la pérdida neta de crecimiento que supone para la economía estadounidense. La balanza comercial de bienes y servicios de enero arrojó un déficit de 52.565 millones de dólares. De este monto, 29.707 millones fueron atribuibles a las importaciones netas de petróleo y sus productos derivados, lo que, en términos anuales, supone un 2,3% del PIB. La persistencia del precio del crudo en los 125 dólares por barril actuales supone por tanto una pérdida de cerca de un 0,5% en términos de PIB con respecto a un hipotético escenario en el que el precio del petróleo cayera hasta los 100 dólares por barril. Esto explica el interés de la Administración Obama para abaratar el petróleo con medidas como la liberación de las reservas propias. En lo referente a la balanza que excluye el petróleo, destaca el buen comportamiento de las exportacio-

nes que reaccionaron al alza tras unos meses de estancamiento. Hecho significativo considerando el entorno de ralentización de la demanda global y, especialmente, la debilidad de los socios comerciales europeos.

Japón: todo se fía a la recuperación industrial

El PIB acabó 2011 con un descenso en el cuarto trimestre y con un esfuerzo de reconstrucción que está teniendo más dificultades de las previstas. Las empresas exportadoras se ven aquejadas de una desventaja en costes energéticos que se ve agravada por los efectos de las inundaciones tailandesas, donde las empresas niponas habían hecho un esfuerzo inversor para asegurarse suministros. Esto ha erosionado el superávit por cuenta corriente que, de persistir, supondría una necesidad de financiación externa que haría más difíciles de sostener las políticas fiscales expansivas previstas para 2012.

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	Febrero
PIB real	4,5	-0,7	-0,1	-1,7	-0,5	-0,6	-	...
Ventas al por menor	2,5	-1,2	-3,0	-1,7	-1,0	0,8	1,8	...
Producción industrial	16,6	-3,5	-2,5	-7,0	-2,0	-2,3	-1,0	...
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	-1,4	...
Tasa de paro (2)	5,1	4,6	4,8	4,6	4,4	4,5	4,6	...
Precios de consumo	-0,7	-0,3	-0,5	-0,4	0,1	-0,3	0,1	...
Balanza comercial (3)	7,9	-1,6	6,5	3,4	1,3	-1,6	-2,7	...
Tipo interbancario 3 meses (4)	0,39	0,34	0,34	0,34	0,3	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	117,1

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.

Sin embargo, las perspectivas para el primer trimestre mejoran precisamente gracias al buen comportamiento de las empresas manufactureras exportadoras, que

son la fortaleza tradicional de la economía japonesa. La producción industrial de febrero acumuló un incremento del 5,8% desde inicios de año, mientras que los pe-

La producción industrial se encuentra un 2,8% por debajo del nivel de febrero de 2011.

JAPÓN: LA PRODUCCIÓN INDUSTRIAL REACCIONA AL ALZA

Índice de producción industrial



FUENTES: Ministerio de Comunicaciones de Japón, Oficina Nacional de Estadística y elaboración propia.

China modifica su objetivo de crecimiento del 8,0% al 7,5%, con una contribución del consumo que debe ir a más.

didados de maquinaria de las empresas exportadoras, que son un indicador adelantado de la inversión en equipo, también repuntaron. El único lunar de este mejor panorama lo constituye el importante sector de la electrónica y las telecomunicaciones, que siguió descendiendo, con un nivel que sigue un 18,0% por debajo del de febrero de 2011, mes previo a la tragedia de marzo de 2011, mientras al índice general de producción industrial solo le queda por recuperar un 2,8%.

Abundando en las perspectivas alcistas del primer trimestre, el saldo comercial de febrero fue mejor de lo esperado, gracias al buen comportamiento de las exportaciones, que avanzaron un 2,9% respecto a enero, y alejan la perspectiva de un déficit por cuenta corriente a lo largo de 2012.

China: el abandono del ocho

En este mes de marzo, la segunda economía del mundo redujo su objetivo de crecimiento anual por primera vez en ocho años. El primer ministro Wen Jiabao anunció que a partir de ahora el objetivo del Gobierno de Pekín pasa del 8,0% al 7,5%. El cambio conlleva el propósito explícito de refocalizar el crecimiento de la inver-

sión y las exportaciones hacia el consumo privado, que en China representa tan solo un tercio del PIB y cuyas tasas de avance acostumbran a ser menores que las de la inversión.

Nuestro escenario central sigue siendo el de un aterrizaje suave de la economía, con un crecimiento que debería situarse cerca del 8,0% para el conjunto de 2012. Sin embargo, los riesgos de un crecimiento insuficiente parecen mayores que los de un incremento de las tensiones inflacionistas. Si bien la tendencia de los precios a medio y largo plazo apunta al alza ya que la demografía china debe seguir presionando hacia arriba los costes laborales, las tensiones inflacionistas no deberían ser un problema en 2012, tanto más cuando los últimos datos confirman que el repunte de la inflación de enero había sido debido a un encarecimiento de los alimentos por la celebración del Año Nuevo chino.

En este sentido, el IPC de febrero fue del 3,2% interanual, mientras que el IPC de alimentación, que en China tiene un peso de un tercio del total, pasó de subir un 10,5% en enero a un 6,2% en febrero. El mayor riesgo inflacionista a corto plazo está en los precios energéticos, que en China están regulados. Así, en marzo las autoridades

El escenario central para 2012 sigue siendo el de un aterrizaje suave.

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	Febrero
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	-5,1	19,4
Precios de consumo	3,3	5,4	5,1	5,7	6,3	4,6	4,5	3,2
Balanza comercial (*)	184,0	157,3	167,2	172,7	170,4	156,7	178,1	154,5
Tipo de interés de referencia (**)	5,39	6,35	6,06	6,31	6,56	6,56	6,56	6,56
Renminbi por dólar	6,8	6,5	6,6	6,5	6,5	6,3	6,3	6,3

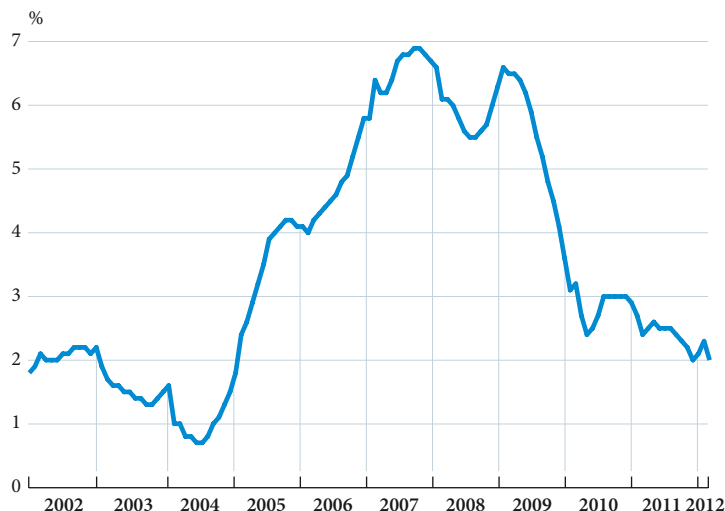
NOTAS: (*) Saldo acumulado de 12 meses. Miles de millones de dólares.

(**) Porcentaje a final de periodo.

FUENTES: Oficina Nacional de Estadísticas, Thomson Reuters Datastream y elaboración propia.

CHINA: ADIÓS AL CRECIMIENTO POR EL COMERCIO EXTERIOR

Balanza comercial de los 12 últimos meses como porcentaje del PIB



FUENTES: Oficina Nacional de Estadísticas China y elaboración propia.

subieron un 6% el precio de los carburantes ante las pérdidas que la estrechez de márgenes provocaba en las empresas refinadoras chinas. Sin embargo, el IPC subyacente siguió dentro de la moderación con un incremento del 1,6% interanual en enero.

Si la lucha contra la inflación empezada a mediados de 2011 parece haber dado sus frutos, un crecimiento inferior al previsto es el mayor riesgo en el corto plazo. A falta de la publicación de los datos de producción industrial correspondientes a los dos primeros meses de 2012, que darán la medida de la robustez de la actividad industrial, la producción de energía eléctrica repuntó en febrero después del hiato de las fiestas de Año Nuevo. Asimismo, el precio de la vivienda continuó cayendo en la mayoría de las ciudades del país en febrero, indicando que continúa el frenazo de un sector que presenta el 13% del PIB. Sin embargo, el aterrizaje suave es factible ya que el espacio para políticas de estímulo sigue siendo grande, más si la inflación se confirma bajo control. El coeficiente de

caja, a pesar de la bajada del mes anterior, sigue en un alto 20,5% que posibilita nuevos descensos mientras que el endeudamiento gubernamental, aun sumándole el de las entidades locales, presenta niveles moderados.

Por su parte, la balanza comercial volvió a la senda bajista. Los efectos de calendario provocaron que en febrero se registrase un déficit comercial de 31.483 millones de dólares, el mayor de la historia reciente de China. Si bien la situación debería corregirse en marzo, el superávit acumulado de los últimos doce meses fue de 154.514 millones de dólares, muy lejos de la situación anterior a la crisis financiera. En este particular, mientras que en el promedio del periodo 2006-2008 el superávit comercial representaba un 5,7% del PIB, la estimación para los doce meses hasta febrero de 2012 se quedó en el 2,0%, lo que viene a indicar que el consumo privado no debe demorarse en exceso para tomar el relevo de las exportaciones y de la inversión si se quiere apuntalar el crecimiento.

La inflación se modera hasta el 3,2%.

La desaceleración del sector inmobiliario y las exportaciones es rápida.

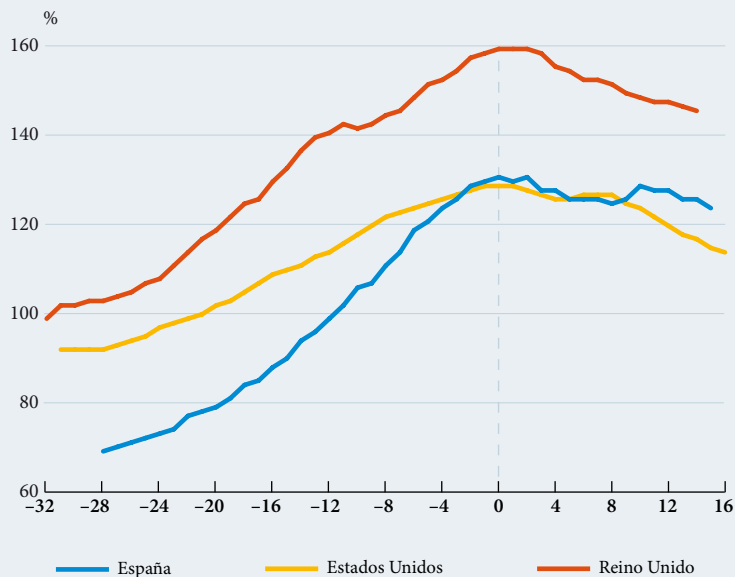
Desapalancamiento de los hogares: tres países, tres historias

A punto de cumplirse 5 años desde que la burbuja *subprime* detonara la peor debacle financiera en décadas, prosiguen los esfuerzos de los hogares a ambos lados del Atlántico para reducir su excesivo endeudamiento. Ese proceso de ajuste se anticipa arduo y prolongado; más, si cabe, en aquellos países que todavía no han conseguido consolidar su recuperación. Con todo, el rezago en el ciclo económico no es la única razón por la cual el ritmo de desapalancamiento de las familias varía sustancialmente de un país a otro. El objetivo de este recuadro es, precisamente, discernir qué factores explican dicha discordancia, y cómo ello condiciona las perspectivas de crecimiento de cada país, a partir de una comparativa entre Estados Unidos, Reino Unido y España –tres economías que comparten la desdichada necesidad de sobreponerse a los estragos de una burbuja de crédito fallida–.

Durante el largo periodo de bonanza entre la crisis *dot-com* y la crisis *subprime*, las familias estadounidenses, británicas y españolas aprovecharon la abundancia de liquidez a bajo coste para gastar mucho más de lo que ingresaban mediante un aumento considerable del recurso al crédito. Entre 2001 y 2007, el nivel de deuda de los hogares aumentó un 80% en Estados Unidos; un 87% en el Reino Unido y, en España, un 168%; casi doblándose en los dos países anglosajones y triplicándose en España. Aunque las estadísticas en términos absolutos resultan de por sí reveladoras, a la hora de ponderar su sostenibilidad es más apropiado medir el endeudamiento de las familias en relación con su capacidad de generar ingresos. Así pues, durante el mencionado periodo intercrisis, la ratio de apalancamiento de los hogares en Estados Unidos, medida como deuda sobre renta bruta disponible (RBD), aumentó en 30 puntos porcentuales (p.p.). En el Reino Unido dicha ratio de apalancamiento subió en 52 p.p. y, en España, en 58 p.p.

DEUDA DE LOS HOGARES SOBRE RENTA BRUTA DISPONIBLE

Número de trimestres después del pico (periodo 0)



FUENTES: Thomson Reuters Datastream y elaboración propia.

El estallido de la crisis financiera en 2007 y su recrudescimiento en 2008 con la quiebra de Lehman Brothers marcó el inicio de un proceso de desapalancamiento que progresa lentamente en todas y cada una de las economías analizadas. Sin embargo, también aquí, las estadísticas revelan ritmos de corrección perceptiblemente distintos entre países. En Estados Unidos, la ratio de deuda sobre RBD se ha reducido en 17 puntos porcentuales respecto a su máximo a finales de 2007. En el Reino Unido, la corrección acumulada es de 14 puntos porcentuales, también desde el pico. En España, en cambio, solo se ha ajustado 7 p.p., a pesar de haber aumentado mucho más que en Estados Unidos o el Reino Unido durante los ocho años que precedieron al estallido de la burbuja (véase el gráfico anterior). Según un estudio reciente de McKinsey,⁽¹⁾ que parte de la experiencia nórdica en los noventa, los hogares estadounidenses habrían recorrido ya casi la mitad del camino en su proceso de desapalancamiento mientras que tanto el Reino Unido como, sobre todo, España estarían más rezagados.

Entonces, la cuestión es ¿por qué? ¿Qué explica que el proceso de desapalancamiento en el Reino Unido avance más lentamente que en Estados Unidos o que en España se haya ajustado mucho menos que en ambos? Antes de profundizar en las causas, veamos qué fuerzas han impulsado la corrección y, a tal fin, podemos descomponer la variación de la ratio de deuda sobre renta bruta disponible en dos partes: la variación debida al cambio en el saldo vivo de deuda, el numerador de la ratio, y la ocasionada por el aumento de la renta disponible, el denominador (véase la tabla siguiente). En el caso de Estados Unidos y el Reino Unido, la mayor parte de la disminución de la ratio de deuda durante la fase de desapalancamiento se atribuye a la mejoría de la RBD. En ambos casos, la renta disponible de los hogares ha crecido más de un 10%, acumulado, desde el pico de endeudamiento en 2007-2008. En claro contraste, la RBD en España solo ha aumentado un 2% desde 2008, lo que no permite explicar más de tres puntos porcentuales del retroceso de la ratio de deuda.

DESCOMPOSICIÓN DE LA VARIACIÓN DE LA RATIO DE DESAPALANCAMIENTO

En puntos porcentuales de renta bruta disponible

	Pico de endeudamiento	Número de trimestres en desapalancamiento	▼ deuda/renta bruta disponible	Aportaciones de:	
				▼ deuda	▲ renta bruta disponible
Estados Unidos	2007T4	16	-17	-5	-12
Reino Unido	2008T1	14	-14	+3	-17
España	2008T2	13	-7	-4	-3

NOTA: Los últimos datos disponibles corresponden al tercer trimestre de 2011 para el Reino Unido y España y al cuarto trimestre de 2011 para Estados Unidos.

FUENTES: Thomson Reuters Datastream y elaboración propia.

La evolución del empleo ha sido clave para explicar las diferencias en términos de renta disponible: mientras en el Reino Unido el empleo ha caído alrededor de un 2% desde 2007 y en Estados Unidos lo ha hecho en un 4%, España ha destruido el 13% de la ocupación. En cambio, la evolución de los salarios en las tres economías no ha sido tan discordante (+7% en el Reino Unido, +9% en España y +10% en Estados Unidos). En lo que concierne a la contribución del numerador, es decir, el saldo vivo de deuda, en Estados Unidos y en España se ha reducido un 4% y un 3%, respectivamente, desde sus picos de apalancamiento, mientras que en el Reino Unido todavía ha aumentado un 2%. Por lo tanto, el peso del desapalancamiento de los hogares españoles ha recaído, sobre todo, en la corrección del numerador y, en particular, en el crédito al consumo –con vencimientos más cortos–, puesto que el crédito hipotecario está aún por encima de los niveles de mediados de 2008.

(1) Véase «Debt and deleveraging: Uneven progress on the path to growth», McKinsey Global Institute (2012).

Dicho esto, es obvio que Estados Unidos se halla más avanzado en el proceso de desapalancamiento de los hogares, tanto respecto a España como al Reino Unido. ¿Significa ello que los hogares norteamericanos han sido más disciplinados y responsables? No necesariamente. En parte, el mejor posicionamiento de los hogares estadounidenses puede atribuirse a un mayor nivel de impagos y de ejecuciones hipotecarias. Dichos impagos representan casi dos tercios de la reducción del saldo vivo de deuda o 3 de los 5 puntos porcentuales con los que dicha reducción habría contribuido a la corrección de la ratio de apalancamiento.⁽²⁾ En el Reino Unido y España, en cambio, una caída más lenta de los precios de la vivienda, la reducción del coste de las hipotecas, en su mayoría sujetas a tipos de interés variable, y un mayor recurso a las refinanciaciones o a los cambios de condiciones de los préstamos bancarios han frenado el número de impagos, pero prolongará el proceso de desapalancamiento.

Por otra parte, en Estados Unidos, el proceso de desendeudamiento se ha emparejado con un aumento del endeudamiento público que ha permitido sostener más cómodamente el crecimiento de la renta, facilitando con ello el propio desendeudamiento privado. En contraste, tanto España como el Reino Unido están compaginando el proceso de desapalancamiento privado con la consolidación de sus cuentas públicas. La simultaneidad del ajuste público y privado es otro factor que postergará la culminación del proceso de desapalancamiento en ambos países, si bien, en el Reino Unido, la disponibilidad de un banco central emisor de liquidez facilitará el proceso.

Nos quedan aún por delante unos cuantos años de esfuerzo. En un contexto recesivo, reducir la deuda es muy costoso. De ahí que, cuanto más rápidamente se retome la senda de crecimiento, más leve será el dolor y más corto el proceso. En aquellas economías, como la española, que, además, se ven obligadas a adelantar la consolidación de sus cuentas públicas por una cuestión de confianza externa, dicho crecimiento solo puede venir por el impulso del sector exterior. Asimismo, es fundamental –imprescindible incluso– que aceleren, a la par del ajuste de deuda, el programa de reformas estructurales. Sin ese balón de oxígeno, el túnel del desapalancamiento puede acabar resultando excesivamente lóbrego e interminable.

(2) Véase *op. cit.* McKinsey Global Institute (2011).

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

La economía creció un 2,7% en 2011, desacelerándose más de lo previsto.

Brasil: atajando la desaceleración

La economía brasileña creció un 2,7% en 2011, algo menos de lo que esperaban la mayoría de analistas y mucho menos de lo que avanzó en 2010 (+7,5%). Aunque se anticipaba un mayor impacto de los estímulos puestos en marcha desde el verano, se confirma que, durante los últimos compases de 2011, la actividad mantuvo un tono de relativa debilidad que cabe atribuir al languidecimiento de las exportaciones netas y a la reducción de existencias. En contraste, el gasto interno volvió a dejar cons-

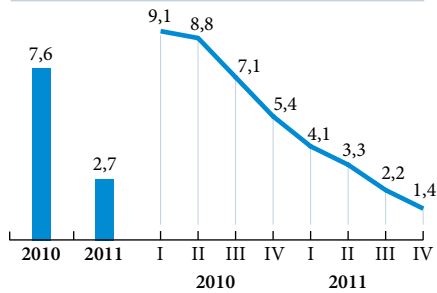
tancia de su resistencia y recuperó vigor con relación al trimestre anterior.

Esperamos que ese repunte de la demanda interna se consolide a lo largo de 2012, apoyándose en un mercado laboral en mínimos históricos de desempleo; en un salario real al alza; en la persistencia de los influjos de capital; en la solidez de los precios de las materias primas; en la mejoría del sentimiento económico, no solo en Brasil sino también a nivel global; y, cómo no, al impulso de los estímulos –fiscales, de crédito, macroprudenciales y monetarios–.

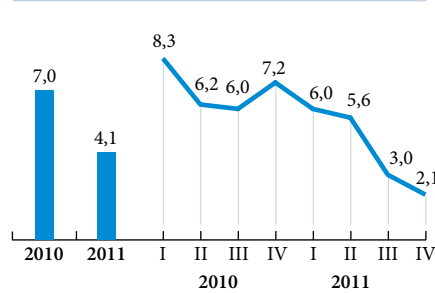
EVOLUCIÓN DEL PIB DE BRASIL POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual en términos reales

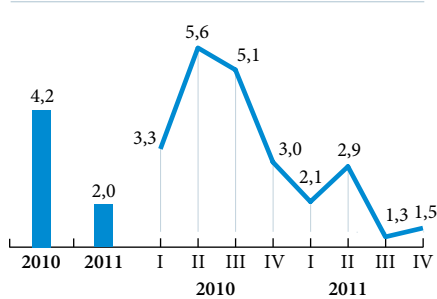
PIB



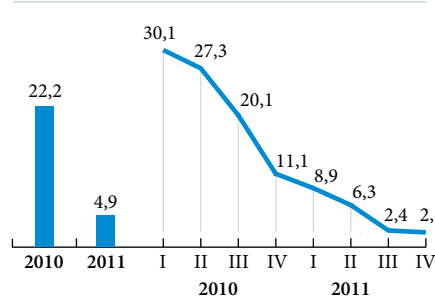
Consumo privado



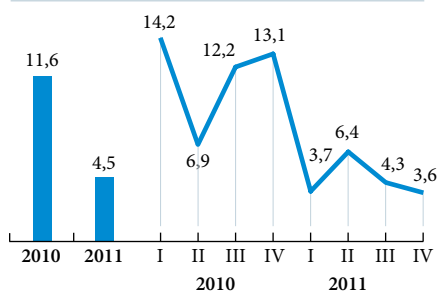
Consumo público



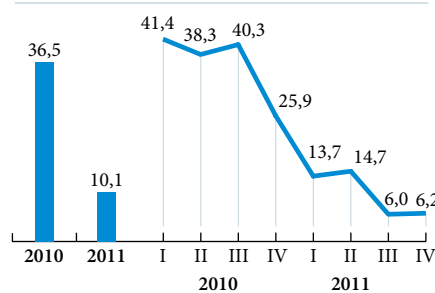
Formación bruta de capital fijo



Exportaciones de bienes y servicios



Importaciones de bienes y servicios



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

En ese sentido, el decepcionante registro de crecimiento del cuarto trimestre sumado al retroceso inesperado de la producción industrial en enero y a las renovadas presiones apreciadoras sobre el real, dieron argumentos suficientes al Comité de Política Monetaria para dar un paso más en la reducción de tipos. Aun así, sorprendió la magnitud de su último recorte, de 75 puntos básicos, que deja la tasa SELIC en el 9,75%. Además, las minutas de la última reunión del Comité in-

sinúan más recortes en la primera mitad del año, que podrían llevar la tasa de descuento hasta el 9%.

La laxitud monetaria, más agresiva de lo que preveíamos, nos obliga a revisar al alza nuestro escenario de inflación en 2012, situándola a finales del ejercicio en torno al 5,4% en lugar del 4,9% anterior. De todos modos, los precios reencauzaron una tendencia de corrección gradual en febrero, una vez atemperado el impacto de la

El Comité de Política Monetaria reduce la tasa SELIC otros 75 puntos básicos, dejándola en el 9,75%.

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	Febrero
PIB real	7,6	2,7	4,1	3,3	2,2	1,4	-	...
Producción industrial	10,6	0,3	2,4	0,7	0,1	-2,2	-3,2	...
Confianza del consumidor (*)	159,7	156,4	161,8	155,4	153,3	155,2	158,3	170,2
Tasa de paro (**)	6,7	6,0	6,3	6,3	6,0	5,2	5,5	5,7
Precios de consumo	5,0	6,6	6,1	6,6	7,1	6,7	6,2	5,8
Balanza comercial (***)	20,1	29,8	22,4	25,2	30,5	29,8	28,1	28,6
Tipo de interés SELIC (%)	10,00	11,79	11,75	12,25	12,00	11,00	10,50	10,50
Reales por dólar (*)	1,78	1,63	1,63	1,56	1,88	1,86	1,75	1,72

NOTAS: (*) Valor.

(**) Porcentaje sobre población activa.

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

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

Se intensifican las medidas para frenar la apreciación del real.

revisión de tarifas de transporte y otros efectos estacionales en enero. Ello no quita que, si se confirma la re-aceleración del crecimiento a medida que avance 2012, las presiones inflacionistas recobrarán protagonismo obligando al COPOM a dar un nuevo giro a la política de tipos, probablemente a principios de 2013.

Por el momento, la senda de reducción de tipos contribuirá a los esfuerzos por frenar la apreciación del real, de nuevo entre las prioridades máximas de las autoridades brasileñas, en su afán de reactivar un sector industrial en horas bajas. Su último movimiento de ficha ha extendido el IOF (impuesto sobre operaciones financieras) del 6% a préstamos financiados con capital extranjero cuyo vencimiento sea inferior a cinco años –también en marzo ya lo habían extendido a aquellos que vencían antes de tres años–.

México: sin desviarse del guion

Una prudente gestión de las políticas macroeconómicas ha permitido a la economía mexicana mantener su robustez a pe-

sar de las tensiones que azotaron la economía global durante la segunda mitad de 2011. La relativa mejoría de las perspectivas económicas en Estados Unidos nos llevan a prever un crecimiento del PIB en torno al 3,5%, pero también esperamos que el tono de moderación del cuarto trimestre se prolongue en 2012. Incluso mejorando, la recuperación de la actividad en Estados Unidos sigue anticipándose muy gradual, por lo que se espera que el volumen de exportaciones mexicanas se mantenga endeble. En contrapartida, el gasto interno sigue ofreciendo un soporte cada vez más sólido. Las ventas minoristas en enero sorprendieron con un avance del 4,4% interanual, mientras que la inversión también registró un crecimiento notable en noviembre y diciembre.

En cuanto al escenario de inflación, sigue siendo relativamente benigno y se mantiene dentro del rango objetivo. Además, la reciente apreciación del peso contribuye a relajar un tanto más las presiones sobre los precios. Ello facilita la tarea de Banxico que, por ahora, sigue sin la necesidad de mover el tipo de interés de referencia, que ya lleva más de dos años en el 4,5%.

La economía mexicana se apoya cada vez más en el gasto interno.

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	Febrero
PIB real	5,5	4,0	3,9	3,9	4,4	3,7	-	-
Producción industrial	6,1	3,9	4,9	3,7	3,6	3,4	3,8	...
Confianza del consumidor (*)	86,3	91,7	92,1	90,7	93,7	90,3	95,4	93,6
Índice avanzado de actividad (*)	116,5	116,5	119,6	120,4	122,3	122,8	123,8	...
Tasa de paro (**)	5,4	5,2	5,1	5,2	5,7	4,8	4,9	5,3
Precios de consumo	3,9	3,2	3,5	3,3	3,4	3,5	4,0	3,9
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	4,50
Pesos mexicanos por dólar (*)	12,33	11,90	11,90	11,72	13,78	13,94	13,02	12,81

NOTAS: (*) Valor.

(**) Porcentaje sobre población activa.

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

FUENTES: Banco de México y elaboración propia.

Lo que sí se moverá un poco más esta primera mitad de 2012 es el déficit fiscal. No en vano estamos en año electoral. Por el momento, la balanza se decanta por un cambio de gobierno pues los sondeos apuntan a Enrique Peña, candidato del PRI, como favorito, por delante de Josefina Vázquez, del partido gobernante. En cualquier caso, el reto del nuevo presidente será impulsar el potencial de crecimiento de una economía que sigue necesitando un ambicioso programa de reformas estructurales que ataque escollos históricos como la excesiva dependencia petrolera de los ingresos fiscales o ineficiencias importantes en el sistema educativo.

El petróleo se para, de momento

El petróleo puso un alto a su evolución alcista y mantuvo su precio prácticamente invariado entre el 22 de febrero y el 22 de marzo, cediendo un mínimo 0,2% para quedar en los 122,80 dólares por barril (calidad Brent, para entregas a un mes), un 14,7% por encima del nivel de inicios de año que iguala el incremento del conjunto de 2011 y un 5,8% por encima del nivel de

hace un año, cuando la crisis libia ya había llegado a su punto álgido.

La decisión de Arabia Saudí de aumentar la producción de crudo para compensar la disminución de las exportaciones iraníes, que secunda la liberación de las reservas estadounidenses y británicas, es el principal elemento detrás de la momentánea estabilización de los precios y pone de manifiesto la existencia de un interés general en que el encarecimiento del petróleo no acabe agravando la desaceleración de la demanda agregada global.

El resto de las materias primas tuvo un comportamiento desigual que interrumpe las alzas de inicios de año. La poca magnitud de los descensos hace difícil, empero, poder hablar de cambios de tendencia. El índice CRB avanzó un imperceptible 0,2% entre el 22 de febrero y el 22 de marzo, pero las bajas predominaron entre metales y alimentos a excepción del hierro, el acero y el arroz. Entre los metales, destacan los descensos del oro y del níquel, del 6,7% y del 8,2%, respectivamente, mientras entre los alimentos sobresale la caída del 10,4% del precio del café.

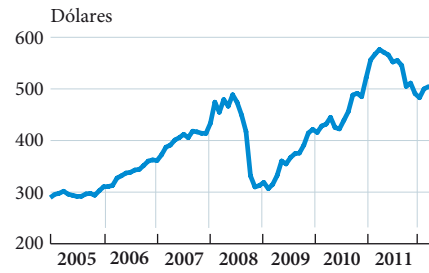
La renovada fortaleza del peso alivia las presiones sobre precios.

El petróleo se mantiene en los 122,8 dólares, dando un respiro a su carrera alcista.

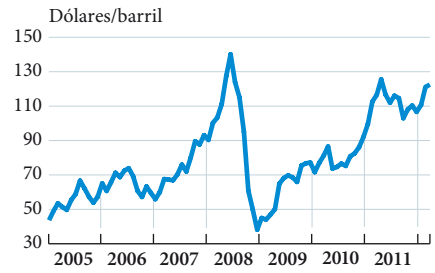
Las alzas se interrumpen, pero es pronto para hablar de cambios de tendencia.

EVOLUCIÓN DE MATERIAS PRIMAS SELECCIONADAS (*)

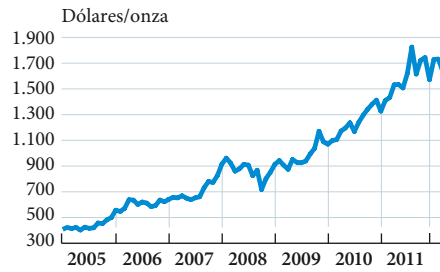
Índice CRB



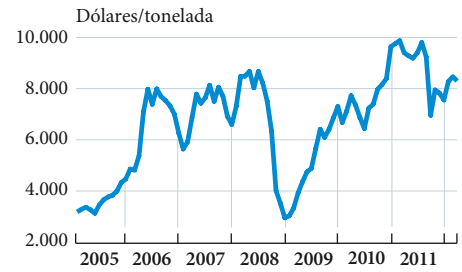
Petróleo Brent



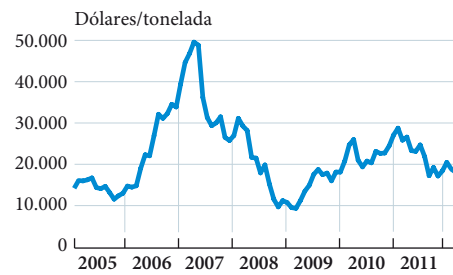
Oro



Cobre



Níquel



Trigo



NOTA: (*) Datos correspondientes al último día del mes (último dato, 22 de marzo).
FUENTES: *The Economist*, Thomson Reuters Datastream y elaboración propia.

UNIÓN EUROPEA

Zona del euro: alejándose del precipicio

Durante el mes de marzo, se han producido dos cambios significativos en la situación de Grecia. En primer lugar, se ha efectuado el canje de su deuda soberana en manos de los acreedores privados. El resultado de la quita de deuda supone una reducción de unos 105.000 millones de euros en el *stock* de deuda de la república helénica, lo que la sitúa en 245.000 millones de euros, el 113,9% del producto interior bruto (PIB).

Precisamente, este era uno de los requisitos básicos exigidos por la troika para dar luz verde al segundo plan de rescate financiero. Esta reducción del endeudamiento griego es clave para alcanzar un nivel de *stock* de deuda inferior al 120,5% del PIB en 2020, un nivel considerado clave para garantizar la viabilidad financiera del país. El segundo factor vital ha sido la aprobación por parte de los ministros de Finanzas de la eurozona y del Fondo Monetario Internacional de un segundo plan de rescate.

En la Unión Europea (UE), el pulso político pasa en los próximos meses por dos elecciones y un referéndum. En primer lugar, las elecciones presidenciales francesas de 2012 que tendrán lugar en primera vuelta el 22 de abril y en segunda vuelta, con los dos candidatos más votados, el 6 de mayo de 2012. En segundo lugar las elecciones legislativas griegas que tendrán lugar, previsiblemente, en abril. Finalmente, Irlanda convocará un referéndum en el que decidirá si se adhiere o no al pacto fiscal que 25 países de la Unión Europea, todos exceptuando el Reino Unido y la

República Checa, acordaron el 30 de enero y que está en proceso de ratificación por parte de cada Estado.

Estas decisiones, que deberán tomar los ciudadanos de estos países, suponen puntos clave en el horizonte próximo de la UE y podrían provocar un aumento de la incertidumbre dependiendo de cómo se resuelvan. Este ruido de fondo se produce en un contexto de desaceleración económica en la zona del euro, tal como pone en evidencia el desglose del dato del PIB del cuarto trimestre. El crecimiento interanual del 0,7% del PIB encubre una fuerte heterogeneidad. Mientras algunos países como Italia o los Países Bajos presentan crecimientos negativos interanuales del 0,5% y el 0,7% respectivamente, la locomotora alemana mantiene un crecimiento interanual del 2%.

Aunque uno de los componentes que ha presentado una tendencia más preocupante ha sido el consumo privado, con un crecimiento interanual del 0,6% negativo. En un entorno de incertidumbre política y económica, las familias decidieron reducir su gasto. Esta decisión, también repercutió en un menor crecimiento de la inversión privada afectada por la atonía de la demanda y la dificultad en la obtención de crédito para financiar las oportunidades empresariales. Mientras los Estados miembros mantienen sus trayectorias de consolidación fiscal, lo que provocó una caída interanual del gasto público de un 0,3% para el conjunto de la zona del euro. Afortunadamente, las exportaciones netas compensaron, pues la caída de las importaciones fue más pronunciada que la desaceleración en las exportaciones, con lo que la demanda

Grecia y las nuevas previsiones de crecimiento en la UE centran el interés económico y político.

La troika aprueba el segundo plan de rescate financiero de Grecia.

La agenda política está centrada en las elecciones que se celebrarán en Francia y Grecia.

Los indicadores avanzados sugieren que el deterioro económico debería frenarse.

externa aportó tres décimas al crecimiento del PIB del cuarto trimestre.

Los datos muestran que el año pasado empezó con un fuerte crecimiento pero este perdió fuerza a medida que pasó el tiempo. El perfil este año podría ser exactamente el opuesto, es decir, empezar con un nivel de actividad económica muy débil para acabar el año con algo más de fuerza. La mayoría de los indicadores avanzados que se han publicado hasta ahora indican que el fuerte deterioro eco-

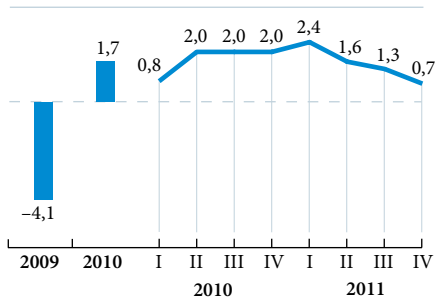
nómico del último trimestre del año pasado debería frenarse.

Desde el punto de vista de la demanda, la confianza de los consumidores ha mejorado un poco desde el mínimo de 21,3 puntos negativos marcado en el mes de diciembre. El avance no ha sido sustancial, en parte, porque se ve limitado por la debilidad del mercado laboral. En el mes de enero, la tasa de paro de la eurozona se situó en el 10,7%, dos décimas por encima del registro promedio del último trimestre de 2011.

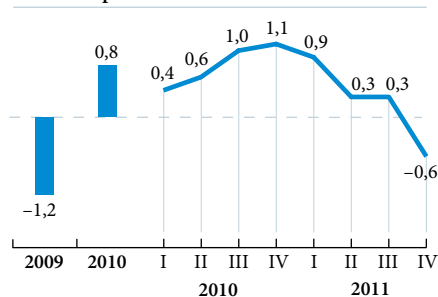
EVOLUCIÓN DEL PIB DE LA ZONA DEL EURO POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual

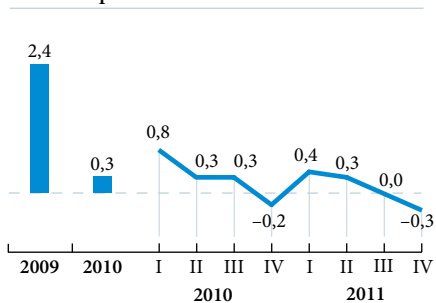
PIB



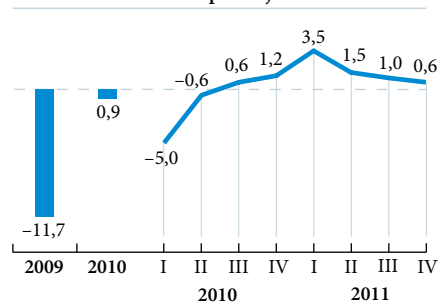
Consumo privado



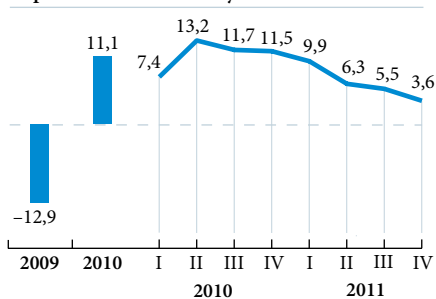
Consumo público



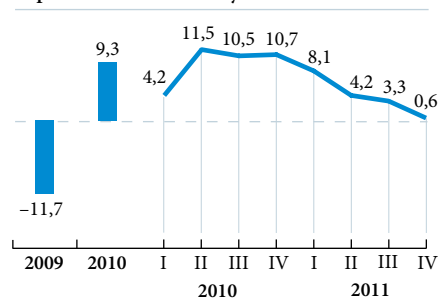
Formación bruta de capital fijo



Exportaciones de bienes y servicios



Importaciones de bienes y servicios



FUENTES: Eurostat y elaboración propia.

En enero, 185.000 personas perdieron su empleo y en total hay 16,9 millones de personas desempleadas. Este es un indicador retardado de la actividad económica, pero es importante destacar que no se alcanzaba una cifra tan elevada desde octubre de 1997. Aunque es cierto que este dato enmascara una fuerte heterogeneidad entre países, desde una tasa de paro del 23,3% en España hasta una del 4% en Austria.

La estabilización del índice de confianza de los consumidores se ha traducido en un incremento intermensual en el mes de enero del 0,3% de las ventas minoristas, con lo que el crecimiento interanual ha pasado de una contracción del 1,1% a un crecimiento nulo. El dato es un buen ejemplo de esta ligera mejoría, pues las ventas minoristas habían presentado cuatro caídas consecutivas intermensuales en los meses previos.

El sector exterior se mantiene como el principal puntal de la recuperación. El déficit comercial del mes de enero se redujo hasta los 7.600 millones de euros, una mejora respecto al mes de diciembre de 1.500

millones de euros. Y esto, a pesar de que el aumento del precio del petróleo encareció considerablemente las importaciones de crudo.

Desde la óptica de la oferta, la producción industrial del mes de enero se contraía un 1,2%, pero reducía la caída presentada en diciembre del 1,8%. Y se entrevé una recuperación adicional a tenor de la tentativa de mejora de los índices de confianza empresarial en la zona del euro. Esto podría reforzar la idea de que la tendencia de deterioro económico habría tocado fondo. El índice de confianza industrial ha mejorado, desde los -7,0 puntos del mes de enero hasta los -5,8 puntos en febrero. El índice de sentimiento económico, que representa un agregado de la confianza de empresarios y consumidores, subió un punto con respecto al mes anterior, hasta los 94,4 puntos.

Tal como avanzábamos en nuestro último Informe Mensual, uno de los riesgos latentes para la recuperación económica es el precio del petróleo. De momento, su

El sector exterior se mantiene como el principal puntal de la recuperación.

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	Febrero
PIB	1,8	1,5	2,4	1,6	1,3	0,7	-	...
Ventas al por menor	0,9	-0,5	0,1	-0,5	-0,6	-1,1	0,0	...
Confianza del consumidor (1)	-14,2	-14,6	-11,0	-10,7	-15,9	-20,6	-20,7	-20,3
Producción industrial	7,5	4,8	6,5	4,1	4,0	-0,1	-1,2	...
Sentimiento económico (1)	100,5	101,0	106,9	105,2	98,4	93,6	93,4	94,4
Tasa de paro (2)	10,1	10,2	10,0	10,0	10,2	10,5	10,7	...
Precios de consumo	1,6	2,7	2,5	2,8	2,7	2,9	2,7	2,7
Balanza comercial (3)	4,6	-18,8	-10,0	-16,6	-21,7	-18,8	-1,3	...
Tipo de interés euríbor 3 meses (%)	0,8	1,4	1,1	1,4	1,6	1,5	1,3	1,1
Tipo de cambio efectivo nominal del euro (4)	103,7	103,4	102,7	105,2	103,5	102,1	98,9	99,6

NOTAS: (1) Valor.

(2) Porcentaje sobre población activa.

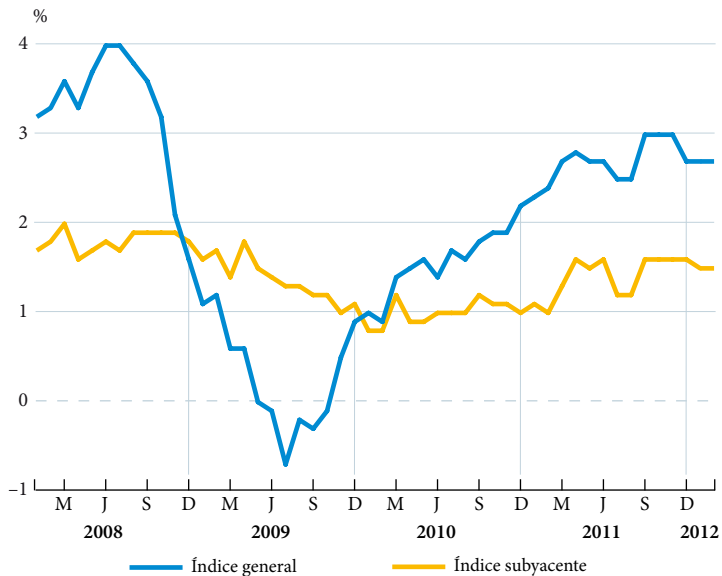
(3) Saldo acumulado de 12 meses. Miles de millones de euros.

(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.

LA INFLACIÓN PERMANECE ANCLADA DEBIDO AL AUMENTO DEL PRECIO DEL PETRÓLEO

Variación interanual del IPC armonizado



FUENTE: Eurostat.

El incremento del precio del petróleo evita la reducción en la inflación.

aumento mantiene la inflación en el 2,7% desde diciembre. Mientras que la inflación subyacente, excluidos los componentes más volátiles de alimentación y energía, se mantiene en el 1,5% interanual.

Desglosando el dato de la inflación, encontramos que los componentes más inflacionistas en el mes de febrero, con respecto al mes anterior, fueron gasolina, transporte, electricidad y tabaco.

Estos datos nos han obligado a revisar nuestra previsión de inflación para este año desde el 1,7% hasta el 2,0%. Siendo esta ligeramente inferior que la revisión realizada por el Banco Central Europeo, que subió su previsión del 2,0% al 2,4%. El banco emisor imputa el movimiento al incremento del precio del petróleo y a las subidas esperadas de impuestos indirectos en algunos países. En su nota explica que para hacer la previsión de los precios de petróleo tiene en cuenta la curva de futuros del mismo. Nuestra visión sobre el precio del petróleo es menos pesimista, pues

consideramos que no alcanzará un nivel tan alto. La declaración del ministro del Petróleo de Arabia Saudí, Ali Naimi, afirmando que el precio del oro negro no estaba justificado y anunciando que su país aumentaría su producción hasta un 25% si fuera necesario para reducir el precio, refuerza esta idea. Evidentemente, los países productores de petróleo desean maximizar sus ingresos pero no quieren generar una recesión mundial.

Aunque nuestra estimación sea más optimista, no resta un ápice a la preocupación que muestran la mayoría de bancos centrales, entre los que se encuentra el Banco Central Europeo, sobre el riesgo latente de nuevas subidas de la inflación y el impacto negativo que ello tendría sobre la renta disponible de las familias que compartimos plenamente.

Resumiendo, la Unión Europea ha sorteado un gran escollo en Grecia, aunque los desafíos que se le presentan a la república helénica siguen siendo considerables. Sin

embargo, se ha evitado a través del canje de deuda una quiebra desordenada que hubiera tenido consecuencias desestabilizadoras más graves, vía contagio, a otros países miembros de la UE. Además, los indicadores económicos apuntan a una estabilización del deterioro económico experimentado durante los últimos trimestres. No obstante, los ajustes fiscales que en algunos países son intensos en combi-

nación con los procesos de desapalancamiento del sector privado deberían impedir un fuerte dinamismo de la actividad económica. En definitiva, si hace unos meses el pesimismo se apoderaba de los agentes económicos, parece que este estado de ánimo debe ser matizado por los últimos datos económicos, aunque no elimina la frágil situación económica de la eurozona.

Los ajustes fiscales y el desapalancamiento del sector privado impiden una fuerte recuperación económica.

Desapalancamiento bancario en Europa, ¿repercusiones en el mundo emergente?

Tendemos a analizar la crisis financiera de la zona del euro en una clave que podríamos denominar eurocéntrica. Nos preocupa, por ejemplo, que el proceso de desapalancamiento bancario que se está produciendo pueda penalizar el crecimiento del Viejo Continente a través de una restricción de crédito. Aunque comprensible, esta visión eclipsa otras derivadas del proceso. En particular, se menciona poco en el debate público el posible impacto que el desapalancamiento de la banca de la zona del euro pueda tener en la financiación de otras regiones del mundo, en particular en las economías emergentes. Sin embargo, se trata de una cuestión relevante porque en ella confluyen dos hechos que no siempre se tienen en cuenta.

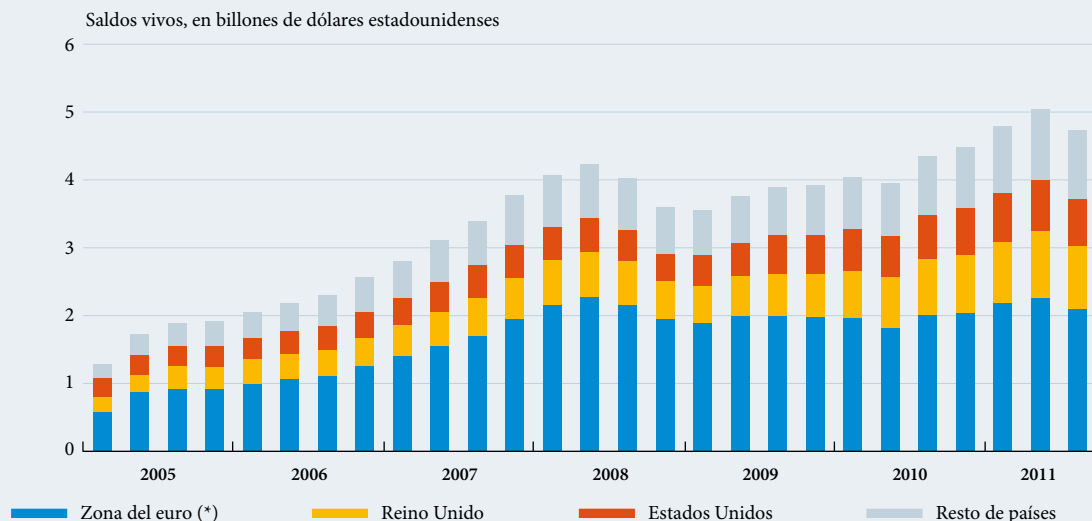
El primero, la elevada importancia que tiene el crédito extranjero en la financiación de las economías emergentes. Según datos del Banco de Pagos Internacionales (BPI), entre el primer trimestre de 2005 y el tercero de 2011, último con cifras disponibles, los activos exteriores frente a las economías emergentes en manos de bancos prácticamente se triplicaron, alcanzando en la actualidad los 4,8 billones de dólares, un montante equivalente, aproximadamente, al 25% del crédito nacional de las economías emergentes y a un 20% de su PIB. Se trata, además, de un proceso notablemente dinámico, pues, a pesar de que cuatro de estos siete años están ya dominados por la crisis financiera global, el crédito extranjero ha conseguido crecer un 5% en promedio trimestral. Este contexto dinámico permite restar dramatismo al descenso de los activos exteriores bancarios registrado en el tercer trimestre de 2011 y a su probable continuidad en el cuarto trimestre.

Una segunda realidad, no siempre recordada, es el papel preponderante que tienen los bancos europeos en esta financiación exterior. Tal y como se aprecia en el gráfico siguiente, aproximadamente un 44% de la financiación bancaria internacional proviene de bancos del área de la moneda única, seguidos en importancia por los bancos británicos (19% del total). Los bancos de Estados Unidos mantendrían una cuota sensiblemente menor, del orden del 15% del total. Para completar la visión conviene incluir una mención sobre la distribución geográfica de la financiación internacional bancaria europea. Como cabe esperar, es muy dominante en Europa emergente (80% de los activos exteriores en manos de la banca de la eurozona) y, a distancia, en América Latina (50%). Su importancia es sensiblemente menor en Asia emergente y África.

Tomando ambos hechos conjuntamente, el de la importancia creciente del crédito bancario exterior para las economías emergentes y el de la preponderancia europea en esta modalidad de financiación (especialmente en Europa emergente), se entiende la preocupación expresada por algunos analistas: si para afrontar las nuevas necesida-

LOS BANCOS EUROPEOS TIENEN UN PAPEL PREPONDERANTE EN LA FINANCIACIÓN EXTERIOR DE LAS ECONOMÍAS EMERGENTES

Activos exteriores frente a las economías emergentes en manos de bancos de diferentes países



NOTA: (*) Suma de los activos exteriores mantenidos por la banca de Alemania, Austria, Bélgica, España, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, Países Bajos y Portugal.

FUENTES: Banco de Pagos Internacionales y elaboración propia.

des de capitalización los bancos europeos se decantasen por reducir su apalancamiento frente a sus contrapartidas emergentes, ¿podría producirse un súbito empeoramiento del crédito de la parte del globo que por el momento ha conseguido salvaguardar el crecimiento?⁽¹⁾

La respuesta, a fecha de hoy, es que existen dos grandes factores que pueden ayudar a reducir este riesgo acabado de comentar: i) la capacidad de otras zonas de suplir, al menos en parte, el papel de la eurozona en la financiación exterior emergente, e ii) la existencia de matices sobre la vulnerabilidad auténtica de Europa emergente para hacer frente a los efectos de un hipotético desapalancamiento.

Así, cuando se analiza la evolución temporal del crédito exterior al conjunto de las economías emergentes, se constata que existe una sustitución del papel de la financiación exterior proveniente de la zona del euro por la que realizan los bancos de Estados Unidos, Reino Unido y el resto del mundo. En términos cuantitativos, la cuota de la eurozona descendió 10 puntos porcentuales desde el cuarto trimestre de 2008 (cuando fue máxima), ascendiendo la estadounidense y la británica en cuatro puntos porcentuales y la de otros países en los restantes dos puntos. Todo ello, como se ha comentado anteriormente, en un contexto de crecimiento del volumen total de los activos externos frente a los emergentes. Diferentes analistas coinciden en señalar que existen razones para creer que los

(1) Un debate previo, pero distinto, al que nos ocupa en el presente recuadro es el referido al alcance que efectivamente acabará teniendo dicho proceso de desapalancamiento. Como destaca un reciente estudio del BPI, se trata de una discusión abierta, con cálculos de desapalancamiento muy contrastados, que oscilan de 0,5 billones de dólares a 3 billones de dólares para los próximos años, es decir, una cifra que oscila entre el 1% y el 5% de los activos bancario totales de la UE. Véanse, concretamente, Peter, G., M. Drehmann y V. Sushko, (2012), «European bank funding and deleveraging», BIS Quarterly Review, marzo, y Morgan Stanley, (2011), «European Banks. What are the Risks of €1.5-2.5tr Deleveraging».

bancos de China y Reino Unido podrían seguir jugando un papel compensatorio en el futuro en caso de que el desapalancamiento europeo fuese realmente acusado, especialmente en la región crítica de Asia emergente.

Por lo que se refiere al segundo de los factores antes comentados, el relativo a Europa emergente, un reciente estudio del BPI apunta a que la composición y el plazo del crédito bancario exterior moderarán el riesgo.⁽²⁾ Así, y aunque el BPI constata que Europa emergente presenta debilidades dada la elevada participación de la banca extranjera en el crédito total del país (aproximadamente, el 50% del crédito total está participado por la banca de la eurozona, con valores sensiblemente superiores en países como Hungría y Rumania), la preponderancia del crédito a sus filiales (frente al crédito a empresas, sector público, etc.) limita en parte la vulnerabilidad financiera de Europa. Ello se debe a que la primera de estas modalidades tiende a ser menos volátil que la segunda, proporcionando mayor protección frente a cambios súbitos de orientación financiera por parte de los bancos extranjeros.

Un segundo aspecto relativo a la composición se refiere a la forma que toman los activos transfronterizos. Si estos son títulos de deuda comercializable (en contraposición a préstamos no comercializables), la facilidad por parte de los acreedores extranjeros para disponer de sus activos es mayor (y, por tanto, la vulnerabilidad de la economía emergente en cuestión). De acuerdo con los datos del BPI, únicamente un 10% de los activos internacionales que poseen los bancos de la eurozona se mantiene en forma de activos negociables. Finalmente, por lo que se refiere a la estructura de vencimientos, también permite reducir el riesgo de súbita reversión de la financiación exterior, ya que, de la cartera de activos exteriores de los bancos de la eurozona, aquellos cuya contrapartida es Europa emergente tienden a ser a largo plazo (vencimiento superior a un año, representando dos tercios del total, a comparar, por ejemplo, con el 50% de Asia emergente).

En definitiva, sobre la cuestión que nos ocupa solo se emitirá un juicio definitivo en un futuro próximo. Con todo, de la anterior discusión se puede concluir que la importancia de la banca europea en la financiación exterior de los emergentes, especialmente en Europa emergente, obliga a prestar atención a cómo se desarrolla el proceso de desapalancamiento europeo. Todo ello, no obstante, matizado por la capacidad del sistema financiero internacional de sustituir en parte el papel de los bancos europeos, mediante el recurso a la financiación de bancos de otras zonas y otros medios de financiación, como los bonos, y por la mitigación de la concentración del riesgo en Europa emergente por la forma y plazo en que la financiación se mantiene.

(2) Véase Avdjiev, S., (2011), «Evaluating the potential impact of deleveraging by euro area banks on emerging economies», BIS Quarterly Review, diciembre.

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

Modesto tono de la economía alemana al principio de 2012

Los indicadores económicos disponibles apuntan en conjunto a una moderada expansión de la economía germánica en el primer trimestre del ejercicio. De este modo, la recuperación en marcha evitaría

la caída en una recesión técnica después del ligero retroceso anotado en el cuarto trimestre de 2011. No obstante, cabe señalar que han aparecido algunas señales de flojedad, que en parte son atribuibles a los altos niveles alcanzados por los precios del petróleo.

Algunas señales de flojedad enturbian un panorama más bien favorable para la economía germánica.

La producción industrial alemana crece más de lo esperado en enero, pero las perspectivas a corto plazo no son halagüeñas.

Por el lado de la demanda, el consumo aparece apagado en los primeros meses del año. Tanto las ventas al por menor, como la producción industrial de bienes de consumo, como las matriculaciones de turismos presentaron variaciones interanuales negativas en enero, si bien las ventas de automóviles se estabilizaron en febrero. Sin embargo, la confianza del consumidor mejoró en el primer bimestre y se colocó sensiblemente por encima de su promedio histórico. De esta forma, el consumo debería seguir una senda ascendente, apoyado por las expectativas de un aumento de la renta disponible de las familias.

En cuanto a la inversión, las perspectivas son más bien favorables, sustentadas en previsiones de crecimiento de la demanda y en unos bajos niveles de tipos de interés. Respecto a los bienes de equipo, la demanda de inversión provendrá tanto de la sustitución como de la ampliación de la capacidad productiva. En enero, la producción industrial de bienes de equipo registró un fuerte impulso y su tasa de variación anual alcanzó el 7,1%.

También el comercio exterior empezó bien el año. Las exportaciones de mercancías se elevaron el 2,3% en relación con el mes

anterior en términos desestacionalizados y el 9,3% respecto al mismo mes de 2011. Por su parte, las importaciones registraron un aumento intermensual del 2,4% y un incremento interanual del 6,3%. De este modo, en enero el superávit comercial se amplió hasta 13.100 millones de euros, con un alza del 29,7% sobre doce meses antes.

Desde el punto de vista de la oferta, la producción industrial proporcionó una sorpresa agradable en el primer mes de 2012 al anotar un ascenso intermensual del 1,4%. Sin embargo, la paulatina caída de los pedidos industriales presagia que el sector secundario perderá fuelle en el próximo periodo. Esta debilidad podría ser compensada por la construcción, que creció el 4,3% en enero respecto al mes precedente. Por lo referente a los servicios, en enero la hostelería registró un aumento interanual del 0,8% de su cifra de negocios en términos reales. En el primer bimestre, la confianza del sector terciario mostró una recuperación con relación al último trimestre de 2011, pero apenas si se recobró el nivel normal.

El mercado de trabajo, que usualmente sigue con un cierto retraso las evoluciones coyunturales, continuó creando ocupa-

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	Febrero
PIB	3,6	3,1	4,6	2,9	2,7	2,0	-	...
Ventas al por menor	1,5	1,2	0,8	2,4	0,9	0,7	-1,5	...
Producción industrial	10,0	8,1	12,8	8,1	8,2	3,4	2,1	...
Índice de actividad empresarial (Ifo) (*)	107,8	111,3	114,6	114,1	109,7	106,8	108,3	109,6
Tasa de paro (**)	7,1	6,0	6,3	6,0	5,8	5,7	5,8	...
Precios de consumo	1,1	2,3	2,1	2,3	2,4	2,4	2,1	2,3
Balanza comercial (***)	154,9	158,1	157,9	158,7	159,0	158,1	161,1	...

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.

ción en enero. Sin embargo, en febrero el indicador de demanda de trabajo BA-X bajó en cierta medida, si bien se hallaba en un nivel elevado. Las presiones alcistas de los costes laborales podrían haber influido. Por su parte, la inflación subió dos décimas en febrero hasta el 2,3% interanual, impulsada por los precios energéticos. De esta forma, interrumpió una senda descendente desde octubre del pasado año. Las perspectivas de la inflación apuntan hacia abajo, si bien no se puede descartar un alza inesperada del precio del crudo.

En este marco de claroscuros, seguimos manteniendo la previsión de un crecimiento anual del 0,5% para la economía alemana en 2012. Este modesto crecimiento contrasta con los más desfavorables esperados para el resto de las mayores economías de la eurozona y se basa en la competitividad de la economía teutona. Con todo, si la situación del resto de economías europeas empeorase, Alemania también se vería afectada, a pesar de basar su expansión en la demanda interna.

En esta tesitura, al principio de la primavera el Gobierno alemán aprobó el programa de reformas para 2012. Este incluye las medidas a nivel comunitario del Pacto por el Euro Plus. Además, para potenciar la buena marcha económica se mejorarán las

condiciones financieras para el capital riesgo y se facilitará la inmigración cualificada, entre otras medidas.

La economía francesa pulsa débilmente

Los problemas de competitividad, la situación delicada de algunos de sus socios comerciales y las medidas de austeridad puestas en marcha para reconducir las finanzas públicas lastran el impulso de la economía gala. Así, en los primeros meses de 2012 los indicadores apuntan a un estancamiento económico en el primer trimestre, lo que supone una desaceleración después del crecimiento intertrimestral del 0,2% anotado en el periodo octubre-diciembre de 2011.

Para el conjunto del ejercicio no variamos nuestra anterior previsión de un aumento anual del 0,1%, pues los factores indicados más arriba van a persistir. No obstante, no se puede descartar una sorpresa positiva, si mejorase más de lo esperado el entorno macroeconómico global. Sin embargo, también existen riesgos a la baja, como por ejemplo por un alza de los precios de las materias primas o un exacerbamiento de la crisis de la deuda soberana de los países de la periferia del área del euro.

El Gobierno alemán aprueba un programa de reformas para seguir en forma.

Los indicadores apuntan a un estancamiento de la economía gala en el primer trimestre.

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	Febrero
PIB	1,4	1,7	2,2	1,6	1,5	1,4	-	...
Consumo de manufacturas por los hogares	1,7	0,8	3,6	1,2	-1,0	-0,4	-3,3	...
Producción industrial	4,6	2,4	4,7	1,8	2,8	0,5	-1,5	...
Tasa de paro (*)	9,8	9,7	9,6	9,6	9,7	9,8	10,0	...
Precios de consumo	1,5	2,1	1,8	2,1	2,1	2,4	2,3	2,3
Balanza comercial (**)	-51,8	-70,1	-59,6	-65,0	-69,3	-70,1	-69,2	...

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.

Se amplía el déficit exterior por cuenta corriente francés en enero.

En todo caso, el consumo de los hogares ha mostrado muy poco vigor al inicio del año. Así, el consumo de bienes disminuyó el 0,4% en enero en relación con el mes anterior, debido especialmente a la caída de los coches. En febrero las ventas de turismo presentaban un descenso interanual del 24,4%, si bien esta tasa está afectada por el fin de los subsidios a la compra un año antes. En el mismo mes las ventas al por menor anotaron un retroceso intermensual del 1,8%. La confianza de los consumidores se coloca en un nivel relativamente bajo por la preocupación por el ascenso del paro y de la inflación. Así, la tasa de desempleo alcanzó el 10,0% en enero, 4 décimas más que doce meses antes, y la inflación se mantuvo en el 2,3% en febrero, 6 décimas más que en febrero de 2011, por la presión de los precios energéticos y de los alimentos frescos, a causa de la mala climatología del mes. En cuanto a la inversión en bienes de equipo, a pesar de los reducidos tipos de interés, el bajo nivel de la utilización de la capacidad productiva no la impulsa.

Proyecto de ley para reducir las cargas administrativas de las empresas en Francia.

Por lo referente al sector exterior, en enero se amplió el déficit por cuenta corriente hasta 4.200 millones de euros frente a los 2.800 de diciembre, en términos desestacionalizados. Esto fue debido primordialmente a un menor superávit de los servicios y en menor medida al de las rentas de inversión. En cualquier caso pone de manifiesto la subsistencia de problemas de competitividad de la economía francesa.

La confianza del consumidor italiano repunta ligeramente en febrero, pero se halla en un nivel muy bajo.

Desde la óptica de la oferta, también se aprecia un débil tono. La producción industrial creció el 0,3% en enero con relación a diciembre, pero menos de lo esperado. En febrero las encuestas apuntaban a un liviano retroceso debido al automóvil y la metalurgia. No obstante, el nivel normal de los pedidos aseguraba una ligera expansión a corto plazo. Por otro lado, las viviendas iniciadas se elevaron el 2,6% en enero en relación con el mes previo en términos

desestacionalizados. Por lo referente a los servicios, en febrero se mostraban estables, con un impulso por parte de las actividades informáticas, que contrarrestaba una flexión de la hostelería.

Por otro lado, la prima de riesgo medida por el diferencial con la deuda soberana alemana a diez años continuó mejorando y se colocaba en 91 puntos básicos a mediados de la cuarta semana de marzo, la mitad del nivel récord en noviembre de 2011. Asimismo, en enero el crédito destinado a las empresas mantenía un ritmo de crecimiento anual del 5,2%. Por otra parte, el número de percances empresariales continuaba retrocediendo, si bien perdía impulso en enero, al registrar una tasa de variación interanual del 0,7%. El fondo de dinamismo de la economía francesa también se manifestaba en un incremento interanual de la creación de empresas del 4,3% en el periodo diciembre-febrero.

Para hacer frente a los problemas de competitividad comentados más arriba, al final de febrero el Parlamento francés adoptó definitivamente el proyecto de ley de simplificación legal y aligeramiento de la carga administrativa. Con ello se pretende reducir los costes para las empresas de los formularios administrativos, entre otras medidas.

Italia: tímidas señales de mejora dentro de la gravedad

La revisión de los datos de la contabilidad nacional del cuarto trimestre de 2011 de la tercera mayor economía de la eurozona confirmó su entrada en recesión. No obstante, la caída interanual del último trimestre fue revisada al alza en una décima hasta el -0,4%. Los datos detallados mostraron que todos los principales componentes de la demanda interna contribuyeron negativamente al crecimiento trimestral del PIB, mientras que el sector

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	Febrero
PIB	1,8	0,5	1,2	1,0	0,4	-0,4	-	...
Ventas al por menor	0,1	-1,3	-0,2	-0,4	-1,8	-2,7	...	...
Producción industrial	6,5	0,1	2,6	1,5	-0,3	-2,9	-4,1	...
Tasa de paro (*)	8,4	8,4	8,1	8,2	8,4	8,7	9,2	...
Precios de consumo	1,5	2,7	2,3	2,6	2,8	3,4	3,2	3,3
Balanza comercial (**)	-30,0	-24,6	-34,2	-34,1	-32,1	-24,6	-22,7	...

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.

exterior aportó 0,7 puntos porcentuales. En el conjunto del ejercicio el PIB corregido de calendario aumentó el 0,5% con relación a 2010.

En el último mes han aparecido algunas señales de mejora. Así, el índice de sentimiento económico anotó una leve subida después de dos retrocesos consecutivos. No obstante, se hallaba significativamente por debajo de la media histórica. A pesar de que el programa de reformas puesto en marcha por el nuevo Gobierno posibilitará un mayor crecimiento a la larga, a corto plazo la economía italiana continuará sufriendo los efectos de las necesarias medidas de austeridad y de la pérdida de competitividad acumulada. Por esto, continuamos manteniendo una previsión de una caída anual del PIB del 1,5% en este ejercicio.

Por el lado de la demanda, las ventas minoristas registraron un crecimiento intermensual del 0,7% en enero en términos desestacionalizados, después de dos meses de descensos. No obstante, en febrero las matriculaciones de automóviles acentuaron su desplome interanual hasta marcar una variación del -18,9%. La confianza del consumidor repuntó ligeramente en febrero, pero se colocaba en un nivel muy deprimido, atenazada por expectativas de contracción de la renta disponible y por la

desfavorable evolución del mercado laboral. Así, la tasa de paro se elevó hasta el 9,2% en enero, 3 décimas más que en diciembre, y marcó la cota máxima de los últimos años. Tampoco la inflación dio alegría al consumidor en febrero al subir livianamente hasta el 3,3%.

En cuanto a la vertiente exterior, en enero las exportaciones de bienes disminuyeron el 2,5% en términos desestacionalizados, mientras que las importaciones solo lo hacían el 0,5%. Así, el déficit comercial se cifró en 4.350 millones de euros, si bien el saldo no energético era positivo de 1.800 millones. No obstante, en relación con enero de 2010 la evolución era mejor, pues las exportaciones subieron el 4,3%, mientras que las compras al extranjero bajaron el 2,6%, lo que implica una corrección del déficit, si bien insuficiente.

Desde la óptica de la oferta, la producción industrial siguió reduciéndose en el primer mes del año, el 2,5% con relación a diciembre, y presentó una caída interanual del 5,0%. Las perspectivas a corto plazo no son buenas, a juzgar por una contracción del 7,4% intermensual y del 5,6% interanual en enero de los pedidos. Las cosas no fueron mejor para la construcción al principio del ejercicio, cuando su producción cayó el 7,8% intermensual, afectada

El Gobierno italiano emprende la reforma laboral para introducir más flexibilidad en el mercado de trabajo.

El ministro de Hacienda realiza una revisión impositiva con el objetivo de impulsar la inversión privada.

por la crisis inmobiliaria. Por lo referente a los servicios, su confianza repuntó levemente en febrero, pero se situaba en un nivel bajo.

Por otro lado, la prima de riesgo se ha estrechado sensiblemente en el último periodo. Así, el diferencial con las obligaciones del Estado alemanas a diez años, que había registrado un máximo de 550 puntos básicos en noviembre pasado, bajó hasta unos 300 puntos básicos al principio de la primavera. La rentabilidad de los títulos del Tesoro italiano a largo plazo llegó a colocarse por debajo del 5% a mediados de marzo por primera vez desde agosto de 2011.

Esta mejora es atribuible en parte al apoyo prestado por el Banco Central Europeo, pero también han contribuido los programas de reformas en marcha y la reconducción del déficit público, que se situó en el 3,9% del PIB en 2011, frente al 4,6% en 2010. En este sentido, después de la entrada en vigor de los paquetes «Salva Italia», «Cresci Italia» y «Semplifica Italia», hacia el final de marzo el Gobierno transalpino aprobó un proyecto de ley de una amplia

reforma laboral para introducir más flexibilidad y eficiencia en el mercado de trabajo.

Reino Unido: revisión de los impuestos para dinamizar la economía

El esfuerzo de consolidación fiscal realizado por el Reino Unido durante el último año le ha pasado factura con una intensa reducción de la actividad económica, tal y como pone de manifiesto el crecimiento del producto interior bruto en 2011, que fue de tan solo un 0,8%. Además, la perspectiva económica sigue siendo poco optimista.

Ante esta situación, el ministro de Hacienda del Reino Unido, George Osborne, ha anunciado un descenso de la tasa que pagan las rentas más elevadas y del impuesto de sociedades, cuyo objetivo es incentivar la inversión privada. Está previsto que la tasa de las rentas superiores a 150.000 libras anuales baje del 50% al 45%, a partir de abril de 2013. Aunque el cambio más significativo a corto plazo es la revisión a la baja del impuesto de sociedades, que se

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	Febrero
PIB	2,1	0,8	1,6	0,5	0,4	0,7	-	...
Ventas al por menor	-0,3	0,7	1,6	0,4	-0,5	1,2	1,3	1,0
Producción industrial	1,9	-1,2	1,2	-1,4	-1,6	-2,9	-3,8	...
Tasa de paro (1)	4,7	4,8	4,5	4,7	4,9	5,0	5,0	5,0
Precios de consumo	3,3	4,5	4,2	4,4	4,7	4,7	3,6	3,4
Balanza comercial (2)	-96,3	-101,1	-98,3	-98,7	-100,7	-101,1	-99,6	...
Tipo de interés libor 3 meses (3)	0,7	0,9	0,8	0,8	0,9	1,0	1,1	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	80,8

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.

reducirá desde el 26% al 24% a partir del mes de abril de este año, con la previsión de que se sitúe en el 22% en 2014.

George Osborne considera que esto convertirá al Reino Unido en uno de los países más competitivos a la hora de atraer empresas. Sin embargo, reiteró su voluntad de compensar estos recortes de impuestos para mantener el plan de austeridad fiscal. Por este motivo, ha decidido elevar los impuestos que gravan la compra de viviendas con un valor superior a 2 millones de libras esterlinas en un 5%. Por otra parte, para frenar la práctica en la compra de una vivienda de evadir el pago del impuesto de actos jurídicos documentados (IAJD), si se hace a través de una sociedad, ha aprobado un nuevo impuesto de un 15% en estos casos. Hasta ahora, el IAJD era un escalado cuyo nivel más alto era de un 5% para las viviendas de más de un millón de libras.

El ministro de Hacienda también reforzará las medidas de lucha contra la evasión fiscal. Y ha elevado el impuesto que grava los activos de los bancos que operan en el Reino Unido. Adicionalmente, se han elevado los impuestos indirectos, como por ejemplo el impuesto sobre el tabaco, que aumenta 37 peniques por caja de cigarrillos. De esta forma el ministro de Hacienda intenta evitar la pérdida de la máxima calificación crediticia para su país, que actualmente es de AAA. El objetivo marcado es eliminar el déficit fiscal en el año fiscal de 2017, que actualmente es más del 8% del producto interior bruto. Y el desafío durante el año fiscal que empieza en abril de 2012 es intenso, pues el objetivo es rebajar el déficit fiscal hasta el 5,9% sobre PIB a finales de marzo de 2013.

Este anuncio se realizó en un entorno de atonía en la demanda agregada. La debilidad del mercado laboral ha afectado las ventas minoristas del mes de febrero, que se contrajeron un 0,8% intermensual, la mayor caída en los últimos nueve meses, y

además se ha revisado el dato del mes de enero a 0,3% desde 0,9%.

Desde la perspectiva exterior, la balanza comercial del Reino Unido en el mes de enero ha registrado un déficit de 7.532 millones de libras. Este saldo negativo implica un deterioro con respecto a diciembre, aunque inferior a los meses de octubre y noviembre, con lo que de mantenerse el sector exterior contribuiría positivamente al crecimiento en el primer trimestre. Destaca la buena evolución de las exportaciones a países fuera de la Unión Europea, sobre todo coches y petróleo por la subida de su precio.

Desde la perspectiva de la oferta, se mantiene el deterioro de la producción industrial, que presentó una caída del 0,4% intermensual en enero, mientras que el interanual muestra una contracción del 3,8% interanual. Casi sin excepción, la mayoría de partidas reflejan una contracción. Curiosamente este dato contrasta con una ligera mejora en las encuestas de clima empresarial en el país.

La inflación mantiene su tendencia de reducción, tal como muestra el dato del mes de febrero, que presentó un crecimiento interanual del 3,4%, dos décimas menos que el mes anterior. Aunque el incremento del precio del petróleo ha ralentizado la caída del mes de febrero. Aun así, se trata del menor nivel desde noviembre de 2010 y refleja una importante caída desde el 5,2% registrado en septiembre del año pasado. Sin embargo, el propio Banco de Inglaterra en las actas publicadas sobre su reunión de política monetaria del mes de marzo destaca, en relación con la reunión precedente, su mayor preocupación por la inflación y su posible repercusión en futuras presiones salariales. E incluso adelanta que su previsión de 1,8% a finales de 2012 no refleja totalmente el riesgo que supone el incremento de precio del oro negro experimentado en los últimos meses.

La inflación en el Reino Unido mantiene su tendencia de reducción.

En Europa emergente, la tensión financiera ha remitido.

La situación en Hungría sigue siendo de espera, con el Gobierno forzado a mover ficha en materia de política económica.

La actividad parece haber tocado fondo en el tramo final de 2011.

Europa emergente: recuperación en ciernes

Si se tienen que destacar las fuentes de incertidumbre que han presidido la reciente coyuntura de Europa emergente, cabría mencionar las repercusiones financieras de la crisis de la deuda soberana de la zona del euro, la situación de Hungría y el alcance de la fase de debilidad de la actividad. El frente de las tensiones financieras está entrando en aparente fase de reconducción, como atestigua la apreciable relajación de la prima de riesgo de los bonos soberanos en Europa emergente y las buenas colocaciones de deuda soberana emitida en divisa extranjera en Polonia y Rumania durante el primer trimestre del año. Se trata de un cambio inducido por desarrollos exteriores a la región, pero de importantes consecuencias positivas, dada la dependencia de estas economías de la financiación exterior.

Por lo que se refiere a Hungría, ha llamado notoriamente la atención pública la decisión de la Unión Europea (UE) de no abonar una tercio del fondo de cohesión en 2013 si no se anuncian medidas adicionales de recorte de gasto estructural antes de junio. A pesar de la resonancia mediática, se trata de un paso más en el llamado procedimiento de déficit excesivo y ya estaba previsto por la mayoría de analistas. El elemento fundamental que sigue dominando la discusión económica es el referido a la necesidad de ayuda financiera del Fondo Monetario Internacional (FMI) y la UE y las posibilidades de que se produzca próximamente. En este ámbito, se han producido escasas novedades, pero tanto la mejora del entorno financiero internacional como las expectativas de que el crédito exterior acabará llegando han ayudado a facilitar una reducción del tipo de interés al que se financia el Gobierno.

Con las turbulencias financieras temporalmente apaciguadas y Hungría en una

situación de espera, la atención se está focalizando en las últimas semanas en el frente estrictamente macroeconómico. Concretamente, el principal interrogante es si la desaceleración económica ha tocado fondo o, por el contrario, cabe esperar que la actividad todavía ceda en mayor medida. Los indicadores que reflejan con mayor finura las inflexiones cíclicas, como el de sentimiento económico, parecen sugerir que el primero de estos escenarios es el que efectivamente se está materializando.

El sentimiento económico promedio de las cinco economías que habitualmente reseñamos en estas páginas (Polonia, Rumania, la República Checa, Hungría y Eslovaquia) anotó en diciembre de 2011 su valor mínimo desde diciembre de 2009. A esta cota se llegó tras ocho meses consecutivos de caída. A partir de ese nivel, el índice ha repuntado dos meses consecutivos, dibujando lo que tiene visos de convertirse en una tendencia a la recuperación. Distintos elementos refuerzan esta conclusión. En primer lugar, diversos indicadores adelantados (como, por ejemplo, los que publica la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico) apuntan a que la recuperación de la actividad se extenderá a los próximos meses. Con todo, esa misma información muestra que el ritmo de dicha reactivación será, por el momento, contenido y que afecta con mayor intensidad a Polonia que a las otras economías de la zona.

Un segundo aspecto que permite sustantivar el escenario de recuperación es que se trata de un desarrollo que supera el marco estrictamente coyuntural y local. Desde hace unas semanas, se empieza a detectar un proceso de moderada revisión de las expectativas de la actividad global. Tras varios meses con indicadores de actividad mejor de lo esperado en países clave como Estados Unidos o Alemania, empieza a debatirse si las contenidas previsiones de crecimiento que se manejan desde el final

de 2011 no se están viendo superadas, en sentido positivo, por la realidad. Por el momento, sirva como muestra de esta percepción unas recientes declaraciones de Christine Lagarde, directora del Fondo Monetario Internacional, en las que afirmaba que se estaba ligeramente mejor que meses atrás y, todavía más significativo, que valoraba que las decisiones tomadas en el tramo final de 2011 estaban surtiendo efecto. Se trata de un juicio de valor que puede considerarse como crecientemente compartido.

¿Cuándo deberíamos ver confirmado este cambio de escenario? En Europa emergente, a nivel de contabilidad nacional, difícilmente se detectará una señal clara antes de los datos de crecimiento del segundo trimestre. Recordemos que la última cifra disponible, referida al cuarto trimestre de 2011, mostraba todavía que la actividad en la región estaba cediendo. Dado que los indicadores mensuales están mejorando muy paulatinamente, en el

primer trimestre lo más probable es que asistamos a un crecimiento intertrimestral positivo, pero mínimo, en la mayor parte de los países.

A pesar de que dicha recuperación está en fase de tentativa, algunas voces se han planteado si la política monetaria va a cambiar su orientación próximamente. La respuesta es necesariamente negativa, ya que este giro sería prematuro. No se esperan aumentos del tipo de interés de referencia en 2012 en Polonia, la República Checa, Eslovaquia o Rumania. En el caso magiar, incluso, se baraja la posibilidad de alguna rebaja del tipo oficial, que podría pasar del actual 7% a niveles del 6,5%-6,25% a final de año, si se acaba confirmando la ayuda financiera internacional. Todo ello a pesar de que la inflación superó en febrero el umbral del 4% interanual en la mayoría de países debido al tensionamiento de la energía (componente que avanzó del orden del 10% interanual, en el promedio de la región).

Los indicadores adelantados sugieren que la incipiente recuperación tiene visos de consolidarse.

La inflación repunta de la mano de la energía, pero la política monetaria no se va a mover.

MERCADOS FINANCIEROS

Mercados monetarios y de capital

Pasos adelante hacia la salida de la crisis europea, pero aún quedan muchos

A lo largo del mes de marzo se han producido varios acontecimientos de especial relevancia para los mercados financieros internacionales, y en concreto para los europeos. Nos referimos a la exitosa inyección de liquidez realizada por el BCE y al hecho de que Grecia lograra evitar la quiebra desordenada. Ambos acontecimientos han aportado una renovada dosis de confianza sobre la posibilidad de avanzar hacia una solución definitiva para la crisis financiera de la eurozona. Adicionalmente, en el ámbito global, el proceso de reactivación del crecimiento económico en Estados Unidos y consolidación en los países emergentes ha impulsado hacia mejor las expectativas de los inversores. Este paulatino incremento del apetito por el riesgo y la búsqueda de rentabilidad por los agentes obedece a un cambio de las preferencias observable desde finales de 2011, que está en consonancia con la trayectoria positiva de los activos con riesgo, tales como la renta variable y la renta fija corporativa. No obstante, conviene apelar al realismo y reconocer que buena parte de los focos de inestabilidad de meses anteriores siguen todavía presentes, por lo que cualquier noticia desfavorable al respecto podría desencadenar nuevos episodios de correcciones a la baja.

Bancos centrales en posición de «esperar y ver»

El papel desempeñado por los bancos centrales en el escenario de los últimos tiem-

pos está siendo decisivo. Desde 2008 están demostrando una capacidad de decisión y actuación extraordinarias ante los *shocks* financieros que han ido sucediéndose. Gracias a este compromiso sostenido están alcanzando, al menos en parte, los objetivos perseguidos de relajación de las tensiones en los mercados de capitales e impulso de la actividad económica. Como es habitual, los resultados de las medidas que se van adoptando necesitan un margen de tiempo desde su implantación hasta que sus efectos sobre las distintas variables económicas y financieras comienzan a ser palpables. Precisamente, esta es ahora la fase en la que se encuentran los principales bancos centrales en los países desarrollados: un periodo de «esperar y ver» tras las agresivas actuaciones de los últimos meses.

En Estados Unidos, este fue el mensaje implícito que la Reserva Federal (Fed) transmitió después de su reunión periódica sobre política monetaria. Como en ocasiones anteriores, el presidente de la entidad, Ben Bernanke, destacó la mejora que desde el verano se observa en los indicadores relativos al consumo de las familias y a la inversión empresarial. Esta tendencia se ha visto acompañada por un paulatino incremento de la creación neta de empleo. A pesar de los avances indicados, Bernanke señaló la persistencia de ciertas debilidades en sectores de especial relevancia, en especial el inmobiliario. Como evaluación conjunta, el Comité de la Fed declaró que espera que el ritmo del crecimiento económico durante los próximos trimestres sea «moderado». Esto ha supuesto un cambio de matiz en la terminología utilizada («modesto» era el término utilizado hasta aho-

La moderación de los riesgos globales favorece la confianza de los inversores.

Los bancos centrales pausan el ritmo de las medidas expansivas.

La Reserva Federal mejora las perspectivas sobre el crecimiento de la economía.

ra) que imprime, en opinión de la mayoría de los observadores, un sesgo más optimista al mensaje del banco central. En cualquier caso, la Fed decidió mantener su estrategia de política monetaria en los términos ya conocidos: tipos de interés excepcionalmente bajos (0%-0,25%) y aplicación de las medidas extraordinarias ya en vigor. Sutilmente, al no aportar más detalles sobre las deliberaciones del Comité en materia de medidas extraordinarias, Bernanke aplazaba hasta la próxima reunión uno de los temas más debatidos en los mercados financieros: la posible aplicación de una tercera ronda de *quantitative easing*.

En lo referente al BCE, la postura de la entidad también transmite la apertura de un intervalo de espera tras sus últimas intervenciones en los mercados financieros europeos. El último día de febrero, la entidad llevó a cabo la segunda de las dos únicas subastas de préstamos de cuantía ilimitada con vencimiento a tres años (LTRO) a la banca de la eurozona. En esta ocasión, el BCE otorgó a las 800 entidades que acudieron un total de 530.000 millones de euros. Según su presidente, Mario Draghi,

la subasta fue considerada de «éxito incuestionable» puesto que en esta ocasión entre los demandantes se encontraban entidades de tamaño mediano y pequeño, lo que augura una distribución más efectiva de los fondos hacia la economía real. Como ya adelantó el propio Draghi, todavía es pronto para cifrar el impacto del total de las medidas no convencionales adoptadas por el banco central en los últimos meses. De momento sí que se puede afirmar que se han observado efectos positivos sobre los mercados de crédito y el sentimiento de los inversores de la eurozona. Asimismo, desde el órgano de gobierno del banco se espera que durante los próximos meses se perciban claros signos de aumento de la actividad crediticia al sector privado.

En base a estas facilidades de financiación concedidas al sector bancario y ante la observación de varios signos de estabilización de la economía de la eurozona, el BCE decidió nuevamente mantener el tipo de interés rector en el 1%. No obstante, la entidad alerta de la persistencia de riesgos a la baja para el crecimiento. Es

La Fed decide no aplicar por ahora nuevos estímulos monetarios.

El BCE presta a la banca más de medio billón de euros a tres años.

El BCE no se manifiesta sobre la estrategia que aplicará para retirar liquidez.

FACILIDAD DE DEPÓSITO DEL BCE



FUENTE: Banco Central Europeo.

El BCE decide mantener el tipo de interés rector en el 1%.

Las autoridades monetarias de los países emergentes vigilan las presiones inflacionistas.

precisamente por esta circunstancia por lo que proyectan una caída media del PIB de la región para este año del 0,1%. De igual manera, Draghi hizo referencia a la existencia de ciertos riesgos que podrían presionar al alza las expectativas inflacionistas durante los próximos meses, identificando entre ellos el reciente encarecimiento del precio del crudo y la subida de los impuestos indirectos en varios de los países miembros. Adicionalmente, Draghi aplaudió los progresos en materia fiscal y laboral que están realizando varios gobiernos de la eurozona, principalmente España e Italia, y apremió a los responsables políticos para que implementasen nuevas medidas estructurales.

En el caso de los bancos centrales de los países emergentes, la cadencia de las decisiones de política monetaria también ha experimentado un cierto grado de ralentización. Una vez que la gran mayoría de los bancos centrales emergentes había optado por una estrategia monetaria de relajamiento para evitar una desaceleración abrupta de sus economías, la aparición de un nuevo foco de inestabilidad está entorpeciendo su aplicación. En efecto, el encarecimiento del barril de crudo suscitado por las tensiones en Oriente Medio está provocando un aumento de las presiones inflacionistas a nivel global. Esta circunstancia tiene mayor impacto sobre las economías emergentes, que presentan unas

TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO EN LOS MERCADOS NACIONALES

En porcentaje anual

	Zona del euro			Estados Unidos		Japón	Reino Unido		Suiza
	Subastas BCE (2)	Euríbor (5)		Nivel objetivo de Reserva Federal (3)	Tres meses (5)	Tres meses (5)	Tipo de intervención Banco de Inglaterra (4)	Tres meses (5)	Tres meses (5)
		Tres meses	Un año						
2011									
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	1,47	2,04	0,25	0,53	0,20	0,50	1,04	0,77
Diciembre	1,00	1,36	1,95	0,25	0,58	0,20	0,50	1,08	0,92
2012									
Enero	1,00	1,13	1,75	0,25	0,54	0,20	0,50	1,08	0,47
Febrero	1,00	0,98	1,61	0,25	0,48	0,20	0,50	1,06	0,57
Marzo (1)	1,00	0,82	1,46	0,25	0,47	0,20	0,50	1,03	0,72

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.

tasas de inflación bastante más elevadas que en los países desarrollados. En consecuencia, el ritmo de relajamiento monetario se ha frenado, pero en modo alguno detenido. Así por ejemplo, Brasil ha recordado el tipo de interés oficial hasta el 9,75%, mientras que China e India han rebajado el coeficiente de reservas de los bancos.

Por su parte, los tipos de interés de los mercados interbancarios de Estados Unidos y la eurozona prosiguieron con la tendencia bajista iniciada meses atrás. La relajación de los tipos de interés *libor* y *euríbor* es principalmente resultado de la contundencia de las medidas cuantitativas de los bancos centrales. No obstante, las disfunciones en el mercado interbancario europeo siguen siendo significativas. Este aspecto se observa a través del incremento que se ha producido en el nivel, ya de por sí elevado, de los depósitos *overnight* que los bancos europeos realizan en el BCE después de la subasta de préstamos a 3 años.

Rebote de la rentabilidad de la deuda soberana

A mediados del mes de marzo, la rentabilidad de la deuda pública de Estados Unidos y Alemania interrumpió la tendencia bajista iniciada cinco meses antes. En los mercados soberanos de estas economías de máxima solvencia, el precio de los bonos ha caído como consecuencia de la moderación de los riesgos que amenazan la estabilidad financiera global, y la europea en particular. Factores como la laxitud monetaria y la garantía de liquidez han sentado las bases para lo que probablemente sea una nueva fase de retorno de los flujos inversores hacia activos con un perfil de riesgo mayor. En Estados Unidos este cambio de sentido se produjo en la segunda mitad del mes. La muestra más evidente es el intenso ascenso experimen-

tado por la *yield* del bono a 10 años, que en marzo alcanzó el 2,37%.

En la eurozona, el rendimiento de la deuda alemana también experimentó apreciables alzas a lo largo del mes, llegando incluso a superar durante algunas sesiones la barrera del 2%. La exitosa inyección de liquidez del BCE y la aprobación del segundo rescate financiero a Grecia actuaron como incentivo para que los inversores optaran por vender el *bund* alemán a favor de otros activos con mayor rentabilidad, como la renta fija corporativa, las acciones, o incluso la deuda soberana de algunos países de la periferia europea. Precisamente, la moderación del nerviosismo en torno a la crisis de crédito ha seguido actuando favorablemente sobre la reducción de las primas de riesgo de los bonos soberanos de Italia y, en menor medida, de España. Adicionalmente, esta circunstancia se ha visto reforzada por las satisfactorias colocaciones de deuda pública de ambos Gobiernos, y por las medidas estructurales que han ido adoptando. Ante esta caída de las tensiones, el BCE interrumpió la compra de obligaciones de ambos países a principios de marzo. Sin embargo, las tensiones están lejos de haber desaparecido por completo, y de hecho resurgieron en España al hilo de la expectación creada por el anuncio de los presupuestos del Estado para 2012.

Por su parte, Grecia logró eludir el caos de una quiebra desordenada de su economía. Finalmente, los bonistas privados aceptaron mayoritariamente las condiciones propuestas por el Gobierno heleno sobre el canje de la deuda y en la Cumbre europea se formalizó la aprobación del segundo paquete de rescate (130.000 millones de euros). La aceptación voluntaria de los acreedores fue elevada (85,7% del total de bonos emitidos bajo la ley griega), aunque los responsables helenos hicieron uso de las cláusulas de acción colectiva (CAC)

El euríbor recoge nuevos descensos, a medida que las tensiones en el mercado interbancario remiten.

Las rentabilidades de la deuda norteamericana y alemana ascienden.

La contención de los riesgos en la eurozona propicia el descenso de las primas de riesgo de los países periféricos.

Grecia logra evitar el riesgo de impago desordenado.

TIPOS DE INTERÉS A LARGO PLAZO EN LOS MERCADOS NACIONALES

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

	Alemania	Francia	España	Italia	Estados Unidos	Japón	Reino Unido	Suiza
2011								
Febrero	3,2	3,5	5,4	4,8	3,4	1,3	3,6	1,9
Marzo	3,4	3,7	5,3	4,8	3,5	1,3	3,7	2,0
Abril	3,3	3,6	5,5	4,7	3,4	1,2	3,6	2,1
Mayo	3,0	3,4	5,4	4,8	3,1	1,2	3,3	1,8
Junio	3,0	3,4	5,4	4,9	3,2	1,1	3,4	1,7
Julio	2,5	3,2	6,1	5,9	2,8	1,1	2,9	1,4
Agosto	2,2	2,9	5,0	5,1	2,2	1,0	2,6	1,1
Septiembre	1,9	2,6	5,1	5,5	1,9	1,0	2,4	0,9
Octubre	2,0	3,1	5,5	6,1	2,1	1,0	2,4	1,0
Noviembre	2,3	3,4	6,2	7,0	2,1	1,1	2,3	0,9
Diciembre	1,8	3,1	5,1	7,1	1,9	1,0	2,0	0,7
2012								
Enero	1,79	3,05	4,97	5,95	1,80	0,97	1,97	0,72
Febrero	1,82	2,88	4,99	5,19	1,97	0,96	2,15	0,72
Marzo (*)	1,91	2,99	5,49	5,09	2,26	1,03	2,32	0,90

NOTA: (*) Día 22.

FUENTE: Bloomberg.

El tipo de cambio de las divisas de los países emergentes se aprecia con respecto al euro y el dólar.

para asegurarse el éxito de la operación. Sin embargo, y atendiendo los estándares internacionales de los mercados de derivados, la reestructuración fue calificada de «evento de crédito», lo que supuso la activación de los CDS.

Las divisas de los países emergentes se aprecian

Durante el mes de marzo, el cruce entre el tipo de cambio del euro y el dólar mantuvo la tendencia de oscilaciones moderadas que ha venido presentando en los últimos trimestres. La subasta LTRO del BCE y la resolución favorable del ultimátum griego en el escenario europeo, así como la mejora de los datos económicos en Estados Unidos, terminaron propiciando una mo-

derada apreciación de la divisa norteamericana. No obstante, a pesar de estas variaciones de corto plazo, la trayectoria que presenta a medio plazo la relación de intercambio cada vez se dibuja más estable, en torno al nivel de los 1,30 dólares.

Por otro lado, en el conjunto de los países emergentes se aprecia un incipiente proceso de recuperación de sus monedas. En concreto, la recuperación de la confianza de los inversores y el creciente apetito por el riesgo a nivel global están apoyando la ya de por sí percepción favorable del potencial estructural de estos países. La suma de estos factores está alentando la apreciación de las monedas de muchas de estas economías, como las de los países del Este de Europa y el real brasileño.

22-03-12

	Tipo de cambio	% variación (*)		
		Mensual	s/diciembre 2012	Anual
Frente al dólar de EEUU				
Yen japonés	82,5	2,7	6,8	1,9
Libra esterlina	0,633	0,9	1,7	-3,5
Franco suizo	0,914	0,4	-2,7	1,1
Dólar canadiense	1,000	0,0	-2,1	1,9
Peso mexicano	12,832	-0,1	-8,6	6,6
Frente al euro				
Dólar de EEUU	1,320	0,4	-1,8	7,1
Yen japonés	108,9	2,3	8,5	-5,6
Franco suizo	1,205	-0,1	-0,9	-6,4
Libra esterlina	0,835	-1,3	0,1	-3,9
Corona sueca	8,934	1,2	0,2	-0,3
Corona danesa	7,435	0,0	0,0	-0,3
Zloty polaco	4,168	-0,8	-7,1	3,3
Corona checa	24,73	-1,8	-3,5	1,3
Forint húngaro	294,1	1,7	-7,1	8,1

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

FUENTE: Bloomberg.

Las emisiones de bonos corporativos abundan

En el mes de marzo, la actividad en los mercados de bonos corporativos siguió acelerándose. Durante las primeras sesiones, la conjunción de la extensa liquidez del BCE y las dudas en torno a Grecia limitaron los volúmenes en los mercados primarios y secundarios. Pero la gradual mejoría del clima alrededor de los riesgos soberanos y financieros a nivel global y el flujo de buenos datos económicos devolvieron con vigor el pulso a la renta fija privada. Esta nueva etapa de auge se está caracterizando por el aumento de las emisiones de bonos de las empresas, que optan por buscar financiación en el mercado frente a otras alternativas, y por la búsqueda de rentabilidad (disposición a asumir más riesgo) de los inversores, que encuentran en esta clase de activos una alternativa frente a la deuda soberana y la renta variable.

La disminución de los riesgos soberanos ha tenido su mayor incidencia sobre el estrechamiento de los *spreads* de crédito de la renta fija de la eurozona, y en especial de los países periféricos. Esta situación ha favorecido el aumento de emisiones de bonos de elevada calidad (*investment grade*) de las compañías europeas. Datos como que el total de las colocaciones de compañías no financieras desde principio de año duplican a las del mismo periodo del año pasado, o que algunas compañías solventes de España e Italia han vendido su deuda en Norteamérica, dan prueba del resurgir de este mercado. En el caso del sector bancario europeo, la dinámica experimentada sigue parámetros similares. Aunque bien es verdad que las emisiones de deuda de este sector se están centrando en gran medida en los denominados *covered bonds*.

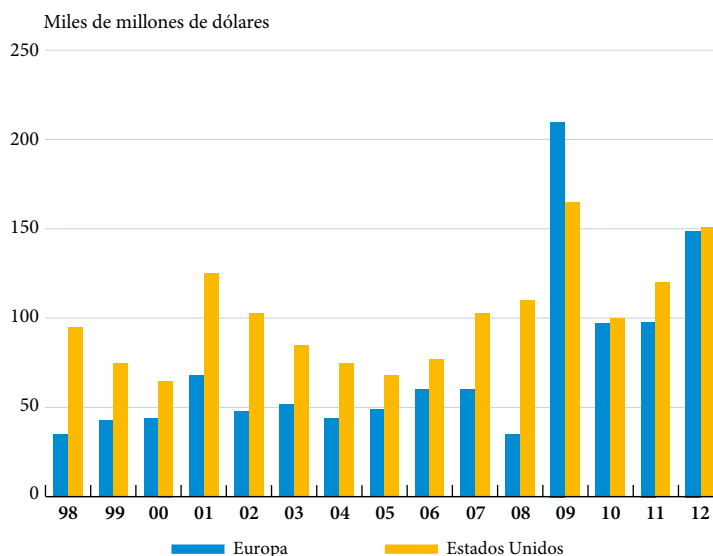
En Estados Unidos, cuya situación económica y financiera es más favorable que en

Los mercados de crédito se benefician de la disipación de los riesgos financieros internacionales.

Las compañías europeas aprovechan la caída de las primas de riesgo para realizar nuevas emisiones de bonos.

EMISIONES DE BONOS CORPORATIVOS EN EUROPA Y ESTADOS UNIDOS

Datos desde el 1 de enero hasta el 21 de marzo



FUENTE: Bloomberg.

Los índices de bonos *high yield* norteamericanos presentan niveles de tipos de interés muy reducidos.

la europea, los mercados de renta privada se encuentran en una fase más avanzada de madurez. Un aspecto fundamental está siendo el espectacular aumento de los flujos de capital hacia los fondos de deuda corporativa desde enero. En los tres primeros meses del año la cuantía percibida por estos fondos se ha duplicado con respecto al primer trimestre de 2011. Esta circunstancia está siendo plenamente aprovechada por las empresas, que encuentran en los reducidos tipos de interés del mercado un gran incentivo para financiarse en condiciones que pocas veces en la historia han sido tan ventajosas.

Las bolsas mantienen el sesgo alcista, aunque el índice español se mantiene rezagado.

En los países emergentes, los mercados también están experimentando alzas considerables. La sostenibilidad de las perspectivas económicas de estas economías, la valoración favorable de sus calificaciones crediticias y el aminoramiento de los riesgos a nivel global son razones suficientes para atraer a los inversores internacionales, ávidos de rentabilidad.

Viento a favor para la renta variable

La renta variable está siendo otro activo donde se refleja con claridad el cambio de sentimiento de los inversores globales. En marzo, las principales bolsas mantuvieron la senda alcista de los últimos tres meses, consolidando este como el mejor comienzo de ejercicio bursátil a nivel global desde los noventa. Sin embargo, el selectivo español todavía sigue dominado por la erraticidad y los escasos volúmenes de contratación. Entre los aspectos que dan soporte a este *rally* destacan la mejora de las expectativas globales de crecimiento; la reducción de la percepción de los riesgos; la aceleración del traspaso de liquidez de los fondos hacia activos con un perfil de mayor riesgo y rentabilidad; la buena evolución de las estimaciones de beneficios de los analistas, y la persecución de retornos de la inversión a través de estrategias basadas en el reparto de los beneficios (dividendos).

Precisamente estos dos últimos aspectos han tenido especial relevancia en el marco

reciente de las bolsas. A nivel global, y por primera vez desde el pasado mes de mayo, las revisiones al alza realizadas por los analistas para las ganancias de las compañías superaron a las revisiones negativas. Esta mejora de las previsiones se produjo principalmente en los sectores financiero, industrial y consumo. Con noticias como esta se constata que la sensación de estar saliendo de la crisis financiera gana terreno entre los analistas y los inversores, frente a la incertidumbre de los trimestres anteriores. Entretanto, los inversores más ávidos por incrementar el rendimiento de sus carteras han optado por la compra de títulos de compañías que pagan dividendos elevados, presionando los precios de los mismos al alza.

Por áreas geográficas, aunque la tendencia generaliza fue de subidas, las particularidades de cada economía se reflejaron en

sus parqués. En Estados Unidos, el S&P 500 alcanzó su máximo valor en cuatro años, alentado por la mejora de las proyecciones económicas y por el resultado satisfactorio del examen de resistencia realizado por la Fed sobre los grandes bancos del país. En la eurozona, la revalorización de las bolsas fue algo más tenue. Una vez superado el obstáculo heleno y con la reducción del riesgo de *funding* de la banca europea, el optimismo de los inversores se reflejó principalmente en los valores de este sector. Sin embargo, en las últimas sesiones el rebrote del riesgo soberano en los países de la periferia, en particular España, fue motivo suficiente para la penalización de la cotización de sus entidades. Finalmente, en el caso de los índices de los países emergentes, la revalorización perdió parte del impulso inicial ante la amenaza de un posible repunte inflacionista vinculado a los conflictos en Oriente Medio.

Los analistas se muestran más optimistas en relación con los beneficios empresariales.

El S&P 500 se sitúa en el nivel más alto de los últimos cuatro años.

ÍNDICES DE LAS PRINCIPALES BOLSAS MUNDIALES

22-03-2012

	Índice (*)	% variación mensual	% variación acumulada	% variación anual
Nueva York				
<i>Dow Jones</i>	13.050,6	0,9	6,8	8,6
<i>Standard & Poor's</i>	1.392,7	2,6	10,7	7,6
<i>Nasdaq</i>	3.060,5	4,3	17,5	14,0
Tokio	10.127,1	6,0	19,8	5,4
Londres	5.842,7	-1,2	4,9	1,4
Zona del euro	2.525,7	0,3	9,0	-11,5
<i>Fráncfort</i>	6.966,6	1,8	18,1	2,7
<i>París</i>	3.471,1	0,7	9,9	-10,8
<i>Ámsterdam</i>	326,7	0,0	4,6	-8,3
<i>Milán</i>	16.395,3	-1,0	8,7	-23,9
<i>Madrid</i>	8.314,0	-4,0	-2,9	-21,4
Zúrich	6.249,4	0,9	5,3	0,4
Hong Kong	20.901,6	-3,0	13,4	-8,6
Buenos Aires	2.678,4	-5,6	8,8	-19,4
São Paulo	65.850,0	-0,4	16,0	-2,6

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.

Endeudamiento empresarial: primar la prudencia y asegurar la liquidez

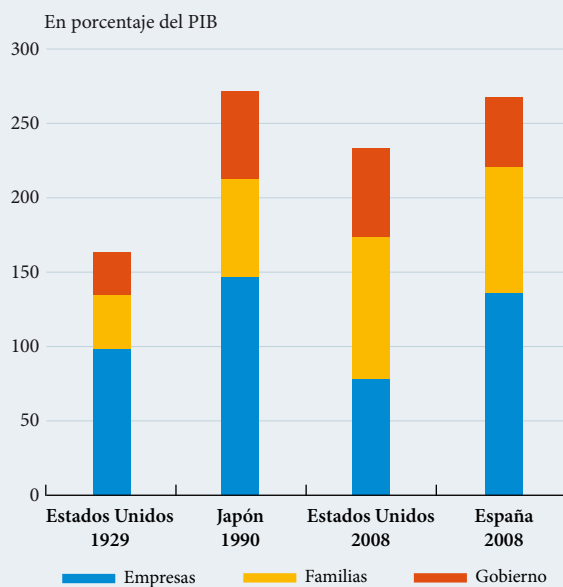
Los *booms* crediticios que desembocan en una crisis financiera, para dar paso después a una fase prolongada de reducción de la deuda, se han repetido en múltiples ocasiones a lo largo de la historia. Diversos países desarrollados están ahora en la etapa de desendeudamiento de uno de los episodios más remarcables de esta índole. Estados Unidos y España son dos destacados exponentes. Cada caso tiene sus peculiaridades, tanto en su gestación como en las consecuencias y el perfil del reajuste. Las diferencias pueden obedecer a factores como el marco institucional o la respuesta de la política económica. Este recuadro expone algunas cuestiones relativas al papel del sector de las empresas no financieras.

El estallido de la crisis de las hipotecas *subprime* puso final a un largo e intenso periodo de expansión del crédito en Estados Unidos. En 2008, la deuda de los sectores institucionales no financieros se situaba alrededor del 230% PIB. Simultáneamente, en España casi llegaba al 270%. Sorprendidos por la vulnerabilidad que exhibía el sistema, rápidamente analistas y autoridades económicas echaron la mirada atrás para buscar situaciones parecidas en el pasado y extraer lecciones para una adecuada gestión del proceso. Los dos casos más aludidos han sido el de Estados Unidos en 1930 («gran depresión») y el de Japón en 1990 («década perdida»). El gráfico siguiente ilustra la magnitud del endeudamiento acumulado al inicio de la fase de ajuste.

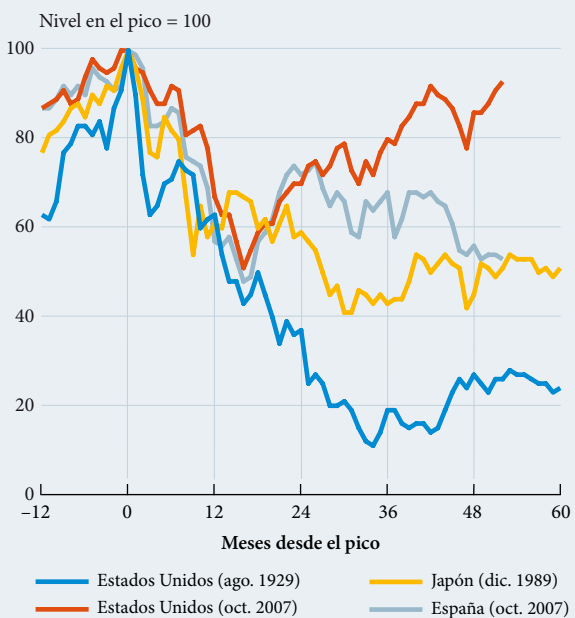
Como puede apreciarse, en 2008 el endeudamiento de las empresas no financieras de Estados Unidos era más bajo que al inicio de los dos grandes episodios históricos de referencia. Sin embargo, en España era tan elevado como en aquellos. Esta observación vale tanto para el nivel de deuda corporativa en relación con el PIB como a su peso

BOOMS CREDITICIOS DESTACADOS A LO LARGO DE LA HISTORIA

Niveles de deuda de los sectores institucionales



Evolución bursátil tras la finalización del boom



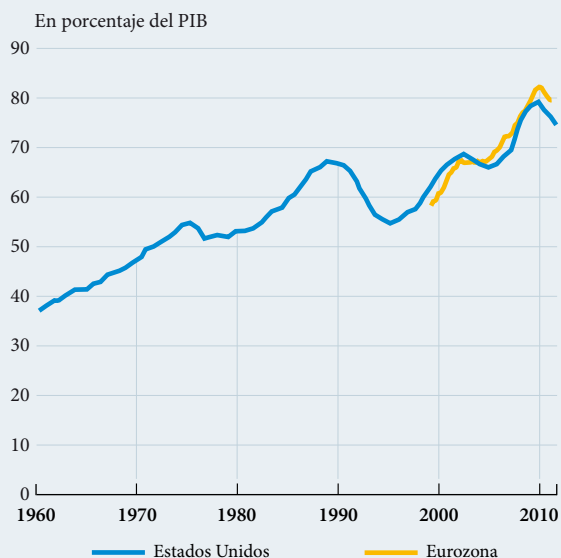
FUENTES: McKinsey Global Institute y Bloomberg.

relativo en la deuda agregada de los distintos sectores institucionales. ¿Qué implicaciones puede tener esta circunstancia? Por desgracia, los análisis de los efectos macroeconómicos del nivel de endeudamiento corporativo han sido escasos hasta fecha bien reciente. En el plano teórico, no se ha alcanzado un consenso asentado.⁽¹⁾ En el terreno empírico, la mayoría de los no muy numerosos estudios realizados pone su atención en el total de deuda o crédito de los países, distinguiendo si acaso entre deuda pública y privada, pero sin desglosar esta última.⁽²⁾ Una excepción es el reciente trabajo de Cechetti *et al.* (2011),⁽³⁾ que ofrece unos resultados interesantes. Identifican una influencia negativa más intensa de la deuda empresarial que de la familiar sobre el crecimiento del PIB. Ambas inciden cuando superan un umbral similar (90% sobre PIB para la empresarial y 84% para la familiar, en la experiencia histórica hasta ahora acumulada), pero, a partir de ahí, el impacto en forma de freno del crecimiento económico es de significación notablemente mayor cuando la que se infla es la deuda empresarial.

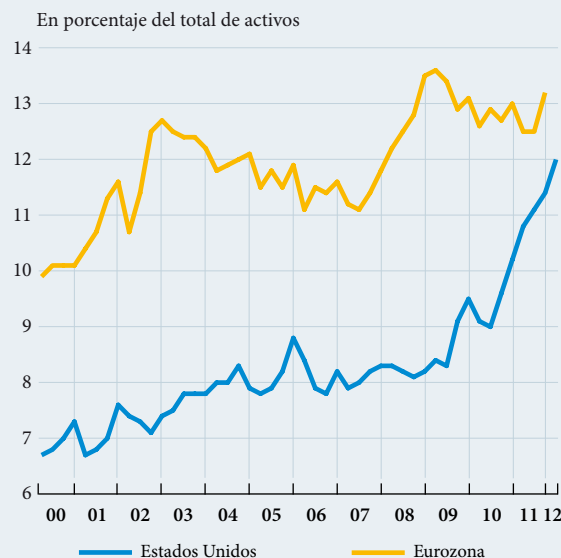
Según esto, cabría atribuir la mejor evolución macroeconómica en Estados Unidos post-2008 en comparación a la experimentada durante la «gran recesión» y la «década perdida» japonesa a la posición más moderada de endeudamiento empresarial, al tratarse de un *boom* protagonizado por las familias y el sector financiero. Pero lo cierto es que ha habido otros factores en liza, en especial la temprana y agresiva repuesta de la política económica desde

EVOLUCIÓN DE LA DEUDA Y LA LIQUIDEZ DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS

Deuda



Activos líquidos



FUENTES: Banco Central Europeo e IIF.

(1) Las aportaciones de H. Minsky constituyen el antecedente más mencionado. Consideraciones al hilo de la experiencia japonesa han sido realizadas por R. Koo. Entre los trabajos más recientes se encuentra el de G. Eggertsson y P. Krugman, «*Debt, Deleveraging and the Liquidity Trap*», mimeo, (2010).

(2) Para una visión general, véase C. Reinhart y K. Rogoff, «*Growth In A time Of Debt*», AER, May 2010, así como O. Jordà, M. Schularick y A. M. Taylor, «*When Credit Bites Back: Leverage, Business Cycles and Crises*», NBER Working Paper 17621, (2011). Para una aplicación al caso español, véase O. Aspachs, S. Jódar y J. Gual, «*Perspectivas de desapalancamiento en España*», Documento de Economía n.º 23 de «la Caixa», (2011).

(3) S. Cechetti, M. S. Mohanty y F. Zampolli, «*The Real Effects of Debt*», BIS Working Paper n.º 352, (2011).

2008, de manera que esa afirmación no puede ser rotunda, máxime cuando los autores reconocen que la magnitud de los efectos se estima con imprecisión dada la escasez de datos. Sea como fuere, otro ámbito donde se plasma una incidencia favorable de la posición patrimonial relativamente sólida de las empresas en Estados Unidos es en la evolución de las cotizaciones bursátiles. Desde 2008 no se ha producido nada parecido a una ola de quiebras empresariales, sino más bien lo contrario: un reforzamiento de sus balances y una mejora rápida de las cuentas de resultados. En consecuencia, el índice bursátil se ha recuperado con notable rapidez, en contraste con lo ocurrido tras Estados Unidos-1929 y Japón-1990.

En definitiva, las empresas de Estados Unidos llegaron a 2008 con un nivel de deuda alto pero tolerable: sin superar el umbral dañino del 90% y alineado con la tendencia de largo plazo (la principal razón que justifica una tendencia secular al alza es el desarrollo financiero –*financial deepening*– asociado al progreso económico y el aumento de la riqueza). Uno de los motivos de que las empresas actuaran de manera relativamente moderada durante el *boom* crediticio de 2003-2007 es que pocos años antes ya habían atravesado un ciclo de expansión de la deuda y la inversión (ligado a la burbuja tecnológica), con su posterior purga. En consecuencia, las empresas no tenían grandes necesidades de inversión, y además la autofinanciación era abundante gracias al buen tono de las cuentas de resultados.

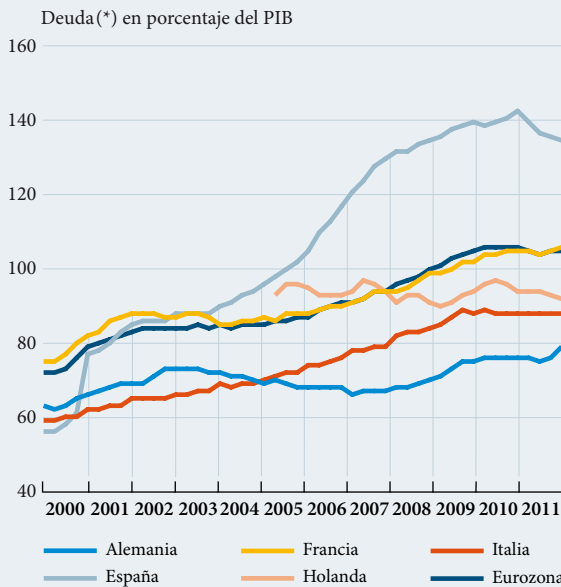
Tras el estallido de la crisis en 2008, este comportamiento prudente se ha mantenido e incluso acentuado. Así, el endeudamiento bruto sobre PIB ha evolucionado a la baja. De hecho, considerando el conjunto del balance aflora un notable conservadurismo. Por ejemplo, en la evolución de la ratio de deuda sobre activos, o en el alargamiento del vencimiento de la deuda, y por encima de todo, en una elevada y creciente posición de activos líquidos en el activo. Algunos han comparado el comportamiento de las empresas durante los últimos años con el de los países emergentes: primar la prudencia y asegurar la liquidez. En el caso de estos, dicha actitud se explicaría por las traumáticas experiencias tras las crisis asiática y latinoamericana de finales de los noventa. Para las empresas, los sustos vinieron en 2001 con el estallido de la burbuja tecnológica, y ya en 2008 con la súbita parálisis tanto del acceso a la financiación bancaria como del mercado de bonos.

En los cuatro años transcurridos de desapalancamiento del sistema, las empresas de Estados Unidos han reforzado su posición patrimonial. Los beneficios son altos, de manera que la autofinanciación ha contribuido mucho. Además, los mercados de bonos se reabrieron con prontitud y las empresas lo han aprovechado para realizar emisiones y acumular liquidez. En opinión de algunos observadores este comportamiento de las empresas es contraproducente para el conjunto de la economía de Estados Unidos, dado que no contribuye a compensar los efectos contractivos del inevitable desapalancamiento del resto de sectores institucionales. Sería deseable, en este sentido, que las empresas redujeran su ahorro, aumentando la entrega de fondos a sus accionistas o, aún mejor, expandiendo la inversión y la creación de empleo.

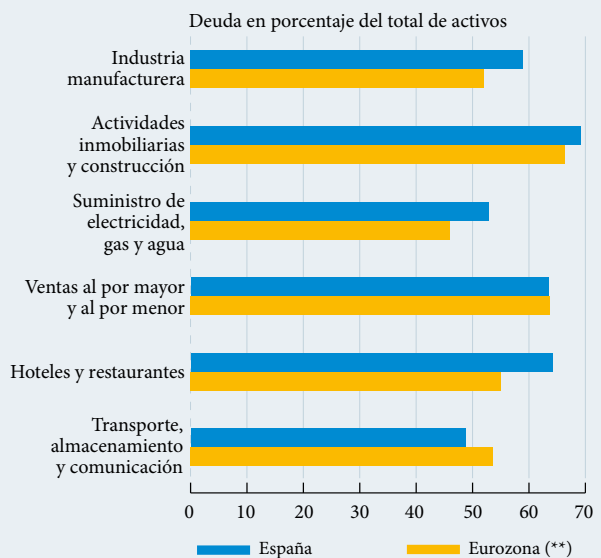
La situación en Europa presenta muchas similitudes con la de Estados Unidos. La posición patrimonial de las empresas era razonablemente sólida al inicio de la crisis en 2008 y se ha mantenido estable durante estos últimos años, con un comportamiento también conservador de las empresas. Al fin y al cabo, en el Viejo Continente los procesos de desapalancamiento en marcha se asocian, al igual que en Estados Unidos, a las entidades financieras, al sector familias de algunos países y más recientemente a los Gobiernos, pero no al corporativo. Sin embargo, España constituye una excepción, dado que presenta un nivel de endeudamiento empresarial claramente por encima de la norma. Buena parte de este fenómeno se explica por la composición sectorial de la actividad eco-

EN LA EUROZONA SOBRESALE LA DEUDA EMPRESARIAL DE ESPAÑA

Evolución por países



Comparativa por sectores de actividad en 2008



NOTAS: (*) Incluye rúbricas no consideradas en la medida de la «Deuda» de los gráficos anteriores.

(**) Media ponderada por PIB de los ratios de Alemania, Francia, Italia, Portugal y Bélgica.

FUENTES: BCE y Banco de España.

nómica, y en particular el desmesurado volumen que adquirió el sector inmobiliario y constructor.⁽⁴⁾ Como es bien sabido, la acumulación de deuda en este sector interacciona perversamente con los balances de las entidades financieras y está suponiendo un lastre para la recuperación económica del país.

(4) Véase el recuadro «El sobreendeudamiento de las empresas españolas: ¿problema común o de unas pocas?» en este mismo volumen.

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

COYUNTURA ESPAÑOLA

Actividad económica

Algunos indicadores adelantados apuntan a una recuperación.

¿Brotos verdes en primavera?

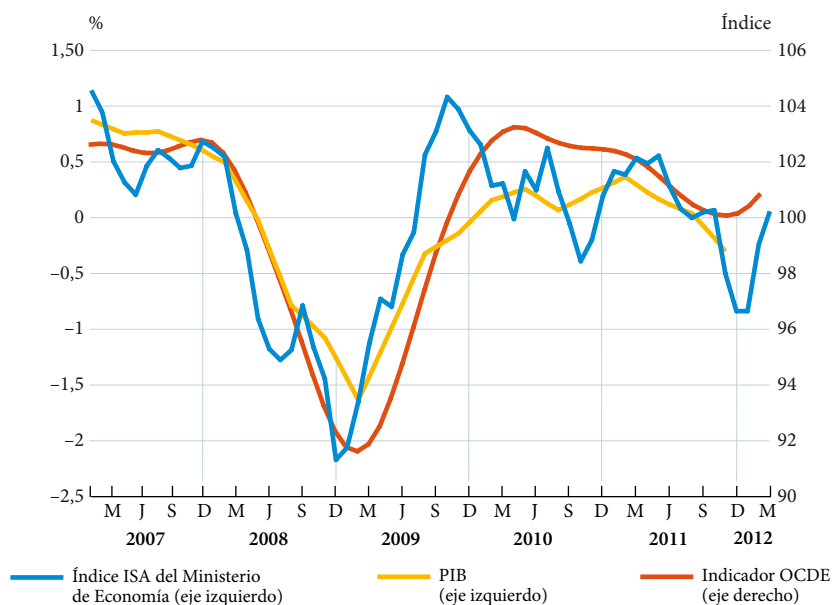
La primavera ha traído los primeros brotes verdes, como mínimo eso parece. El mes pasado ya anunciamos que un conjunto significativo de indicadores adelantados se había estabilizado e incluso algunos de ellos habían empezado a remontar. Esto, ahora, se ha traducido en un repunte de los índices sintéticos de actividad. La percepción general del mercado sobre la capacidad de recuperación de la economía española, en cambio, ha empeorado. Muestra de ello es que la prima de riesgo de la deuda pública española, en vez de mejorar como la de Italia o Francia, ha aumentado de forma significativa. Una de dos: o el repunte de los indicadores adelantados es

perecedero, o los mercados se están guiando por señales equivocadas. ¿Quién tiene razón?

La mejoría general de los indicadores adelantados queda resumida en el repunte del índice sintético de actividad (ISA) que elabora el Ministerio de Economía y el indicador adelantado de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE). Como se puede observar en el gráfico siguiente, su evolución está estrechamente relacionada con la del producto interior bruto (PIB) y, por lo tanto, son buenos indicadores adelantados de su comportamiento. El indicador ISA del Ministerio de Economía experimentó un importante retroceso el último trimestre del año

IMPORTANTE MEJORA DE LOS INDICADORES ADELANTADOS

Variación intertrimestral



FUENTES: OCDE, Ministerio de Economía y elaboración propia.

pasado, pero su tasa de variación intertrimestral ha remontado de forma significativa en lo que llevamos de año. El comportamiento del indicador de la OCDE es similar. Según ello, el retroceso del PIB del primer trimestre de 2012 debería ser muy modesto. De todas formas, es muy importante tener en cuenta que la capacidad predictiva de estos indicadores va mejorando a medida que se van conociendo los distintos indicadores del primer trimestre. Por ejemplo, el último dato disponible de producción industrial es el de enero. Por lo tanto, estos índices cambiarán cuando se conozcan los datos de febrero y marzo.

Para poder evaluar hasta qué punto estos indicadores sintéticos pueden acabar cambiando, es preciso analizar con más detalle los principales indicadores que los componen. Por el lado de la demanda, los datos, de hecho, no son nada halagüeños. El índice de confianza de los consumidores, tras el importante deterioro que sufrió en el

mes de enero, lejos de estabilizarse, ha vuelto a anotar un severo retroceso. El nivel en el que se encuentra ahora es equivalente al nivel mínimo que alcanzó en 2010. El dato referente a las importaciones no energéticas del mes de enero refuerza la idea de que el consumo no parece estar levantando la cabeza durante el primer trimestre de este año. El retroceso en términos interanuales que experimentaron fue del 6,8%, más del doble del retroceso que se produjo durante el último trimestre de 2011. Los datos de matriculación de automóviles o de vehículos industriales tampoco sugieren un cambio de tendencia.

Es obligado hacer un importante matiz a esta batería de indicadores negativos. Las ventas de las grandes empresas de consumo sí experimentaron una notable mejora en el mes de enero. Mientras que en diciembre descendían un 4,8% interanual, en enero su tasa de variación se situó en el 1,3%. Sin embargo, todavía es pronto para

Los indicadores de demanda no son halagüeños.

INDICADORES DE DEMANDA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2010	2011	2011				2012	
			I	II	III	IV	Enero	Febrero
Consumo								
Producción de bienes de consumo (*)	0,8	-1,0	-1,5	-0,8	0,7	-2,2	-1,6	...
Importación de bienes de consumo (**)	-9,5	-2,2	-1,1	-8,7	1,2	0,4	-2,2	...
Matriculaciones de automóviles	3,1	-17,7	-27,3	-26,4	-0,7	-5,5	2,5	-2,1
Crédito al consumo de bienes duraderos	-12,3	-9,9	-13,9	-10,1	-4,4	-10,4	-	...
Indicador de confianza de los consumidores (***)	-20,9	-17,1	-19,6	-16,1	-15,8	-16,8	-20,2	-24,7
Inversión								
Producción de bienes de equipo (*)	-3,3	0,8	3,0	2,5	2,6	-4,8	-6,0	...
Importación de bienes de equipo (**)	6,5	-3,1	2,3	-4,9	-1,5	-7,2	-11,3	...
Matriculación de vehículos industriales	7,0	-6,6	-2,2	-11,2	5,8	-15,1	-17,4	-18,1
Comercio exterior (**)								
Importaciones no energéticas	10,3	1,0	7,4	-0,7	0,8	-3,1	-6,8	...
Exportaciones	15,6	10,1	16,0	9,0	10,9	5,4	1,9	...

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.

El impulso proviene del lado de la oferta.

valorar si este dato es fruto de la volatilidad inherente a la serie o si, por lo contrario, es un primer indicio de un posible cambio de tendencia. En general, lo que sí se puede afirmar es que por el lado de la demanda no encontramos indicadores que justifiquen la mejora de los indicadores sintéticos, más bien lo contrario.

El impulso viene por el lado de la oferta. El consumo de electricidad sigue marcando una clara tendencia a la estabilización. Si en el último trimestre retrocedió un 4,2%, en el mes de febrero el descenso en términos interanuales se había reducido al 1,2%. También la producción industrial parece

que ofrece síntomas de estabilización. Una tendencia que se ve reflejada en la lenta mejora del índice de confianza de la industria.

Una posible explicación del mejor comportamiento de los indicadores de oferta podría ser el buen comportamiento del sector exterior. En el último trimestre de 2011, el retroceso de las exportaciones en términos intertrimestrales fue mucho menor que el de las importaciones, -1,6% y -6,5% respectivamente. Ello permitió que la contribución del sector exterior al crecimiento de la economía fuera claramente positiva, de 1,3 puntos porcentuales con-

INDICADORES DE OFERTA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2010	2011	2011				2012	
			I	II	III	IV	Enero	Febrero
Industria								
Consumo de electricidad (1)	2,9	-1,1	0,5	0,5	-1,1	-4,2	-2,6	-1,2
Índice de producción industrial (2)	0,8	-1,4	1,8	-1,1	-1,4	-5,0	-4,2	...
Indicador de confianza en la industria (3)	-13,8	-12,5	-8,6	-10,7	-14,4	-16,5	-14,8	-14,2
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	-8,0	...
Construcción								
Consumo de cemento	-15,4	-16,9	-1,5	-16,6	-21,0	-26,8	-23,3	-32,0
Indicador de confianza en la construcción (3)	-29,7	-55,4	-54,1	-55,4	-58,6	-53,6	-58,4	-45,3
Viviendas (visados obra nueva)	-17,3	-14,6	-6,8	-19,5	-5,3	-26,1	...	...
Licitación oficial	-38,0	-46,1	-45,4	-34,8	-45,3	-59,3	...	...
Servicios								
Ventas comercio minorista (6)	-1,0	-5,4	-5,9	-5,1	-4,2	-6,5	-5,9	...
Turistas extranjeros	1,0	7,6	2,8	10,4	8,5	6,1	4,6	...
Ingresos turismo	3,9	8,6	6,7	12,2	8,8	5,7	...	...
Mercancías ferrocarril (t-km)	6,4	2,0	8,2	1,8	7,7	-9,8	-8,1	...
Tráfico aéreo pasajeros	2,9	6,0	5,0	10,6	6,2	1,5	-3,0	-5,7
Consumo de gasóleo automoción	-1,2	-3,7	-1,6	-4,5	-2,7	-5,7	...	...

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.

cretamente. Los datos de exportaciones del mes de enero, sin embargo, no han sido muy positivos. Es cierto que la variación interanual todavía se sitúa en terreno claramente positivo, 3,9%, pero la tendencia bajista que mostraban los datos de los últimos meses, lejos de estabilizarse, se ha acentuado. Ello contrasta con los datos de actividad económica de los principales países de la eurozona, donde sí parece que los síntomas de estabilización son algo más robustos. Ello permite pensar que, aunque los datos de exportaciones del mes de enero no hayan sido muy buenos, la tendencia bajista debería encontrar suelo en los próximos meses.

Repasados los principales indicadores de oferta y demanda, parece claro que el repunte que han experimentado los principales indicadores sintéticos de actividad deben tomarse con mucha cautela, pues es probable que a medida que se vayan conociendo más datos estos podrían cambiar un poco el tono. La pérdida de confianza de los mercados en la capacidad de recuperación de la economía española, sin embargo, es difícil de justificar con los datos comentados hasta ahora.

El análisis detallado de los distintos indicadores no muestra una recuperación tan

robusta como la que muestran los índices sintéticos, pero tampoco es cierto que estos hayan empeorado mucho. El repunte de la desconfianza seguramente es fruto de la incertidumbre que todavía rodea al proceso de consolidación fiscal y a la reestructuración del sector financiero. El déficit público de 2011 al final subió hasta el 8,5%, 3,5 puntos porcentuales por encima del objetivo fijado por la Comisión Europea. Ello ha obligado a revisar el objetivo de este año, que al final se ha fijado en el 5,3% del PIB. El ajuste que se tendrá que hacer será enorme, de alrededor de 50.000 millones de euros. La aprobación de los Presupuestos Generales del Estado para este año es una pieza fundamental para poder valorar las probabilidades de éxito. Asimismo, en el mes de abril también conoceremos las estrategias de las distintas entidades para hacer frente a las nuevas exigencias impuestas al sector financiero.

Abril será pues un mes clave. La información que tendremos sobre la marcha del primer trimestre será mucho más sólida, como también será más sólida la postura que tome el mercado respecto a la capacidad de ajustar las cuentas públicas y reestructurar con éxito el sector financiero.

El apoyo de las exportaciones se debilita.

Los presupuestos del Estado y la reestructuración del sector financiero son claves para recuperar la confianza.

Mercado de trabajo

La crisis casi iguala la tasa de paro masculina y femenina.

Desempleo: reparto desigual

En febrero, el registro público de empleo contabilizó 112.269 personas desempleadas más que el mes anterior, por lo que el número total de parados registrados asciende a 4.712.098. Si tenemos en cuenta la estacionalidad, el incremento del desempleo en el mes de febrero es el segundo mayor experimentado desde septiembre de 2009. Por su parte, el número de afiliados a la Seguridad Social descendió un 2,6% interanual, lo que se traduce en 49.710 cotizantes menos que en enero. Sin embargo, la destrucción de la ocupación se reparte de forma heterogénea entre la población y el territorio.

Desde el verano de 2007, el aumento de hombres parados ha doblado al de mujeres paradas. Un análisis detallado de la encuesta de población activa (EPA) nos permite entender el porqué. La crisis ha destruido el 13% de la ocupación que la economía española registraba en el estío de 2007. El estallido de la burbuja inmobiliaria ha destruido más de la mitad de los puestos de trabajo en la construcción, mientras que la caída general de la actividad ha eliminado, hasta el momento, el 22% y el 9% respectivamente de la ocupación en el sector industrial y agrícola. Dado que los hombres aglutinan la mayor parte de la ocupación de estos sectores (más del 90% de los ocupados en construcción son varones y suman el 75% en indus-

PARO REGISTRADO POR SECTORES, SEXO Y EDADES

Febrero 2012

	Parados	Variación sobre diciembre 2011		Variación sobre el mismo periodo del año anterior		% participación
		Absoluta	%	Absoluta	%	
Por sectores						
Agricultura	163.462	17.501	12,0	25.729	18,7	3,5
Industria	534.844	25.374	5,0	31.381	6,2	11,4
Construcción	807.931	32.003	4,1	47.039	6,2	17,1
Servicios	2.804.340	191.811	7,3	287.752	11,4	59,5
Primer empleo	401.521	23.050	6,1	20.934	5,5	8,5
Por sexos						
Hombres	2.353.264	143.526	6,5	218.652	10,2	49,9
Mujeres	2.358.834	146.213	6,6	194.183	9,0	50,1
Por edades						
Menores de 25 años	501.842	41.281	9,0	31.421	6,7	10,7
Resto de edades	4.210.256	248.458	6,3	381.414	10,0	89,3
TOTAL	4.712.098	289.739	6,6	412.835	9,6	100,0

FUENTES: Servicio Público de Empleo Estatal y elaboración propia.

tria y agricultura), la tasa de paro masculina ha aumentado en mayor medida que la de las mujeres, hasta casi igualar la tasa de paro femenina.

Si en el tercer trimestre de 2007 la tasa de paro masculina se situaba en el 6,2%, la femenina lo hacía en el 10,5%. Hoy ambas difieren 9 décimas y se sitúan en el 22,5% y el 23,3%, respectivamente. La crisis ha sido comparativamente más benévola con las mujeres. Casi el 90% de las mujeres trabajan en el sector servicios, cuya ocupación apenas ha mermado un 5% desde su máximo histórico en verano de 2008. Sin embargo, tras un comportamiento positivo en 2010, la ocupación en el sector servicios fue responsable del 35% del total de puestos de trabajo perdidos en 2011. De mantenerse esta tendencia, y los datos de parados registrados en febrero muestran un incremento respecto a diciembre del número de mujeres paradas mayor al de los hombres, la situación tampoco será halagüeña para las mujeres.

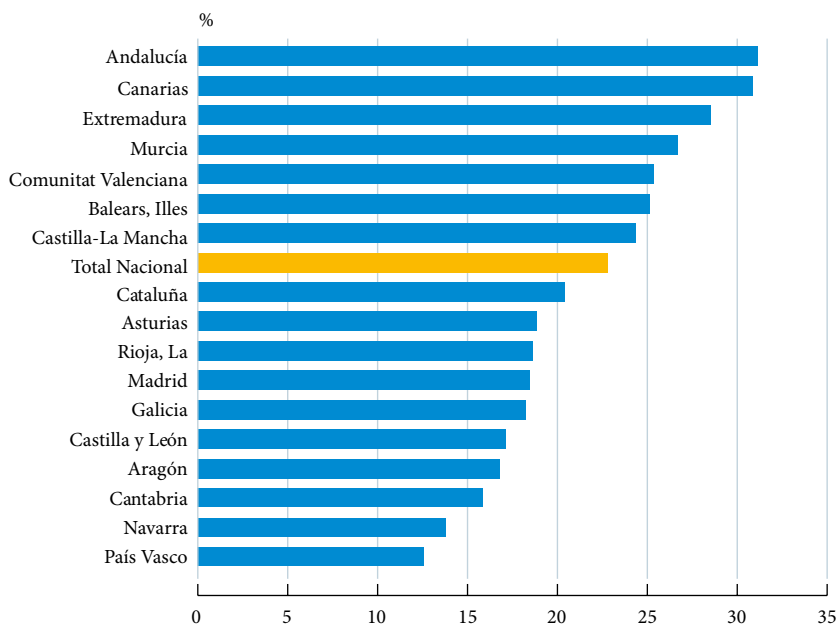
Respecto a la nacionalidad, uno de cada cuatro trabajadores del sector más golpeado por la crisis, la construcción, era extranjero y, dado que el número de foráneos en este sector se ha visto reducido en un 69% en tres años, muchos inmigrantes han acabado parados, se han recolocado en la agricultura o han optado por emigrar. Según la EPA, desde comienzos de 2008 el número de parados extranjeros ha aumentado en 721.000 personas y su tasa de paro suma el 35%, frente al 21% que la tasa de paro alcanza para los activos de nacionalidad española; mientras que, en ese mismo periodo, el número de extranjeros en el sector agrícola se ha incrementado un 20%. La falta de opciones laborales ha provocado, además, que en 2011 se produjese por primera vez una salida neta de población extranjera, cuya cuantía casi alcanza las 30.000 personas.

Una mejor educación parece ser una salida para tener mayores posibilidades de encontrar empleo, ya que a mayor nivel

Incluso los jóvenes con doctorado tienen tasas de paro del 26%.

LA DIVERSIDAD ENTRE ACTIVIDADES PRODUCTIVAS EXPLICA LAS DISTINTAS TASAS DE PARO

Tasa de paro en las comunidades autónomas



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

Andalucía y Canarias lideran el paro con tasas del 30%.

educativo, menor tasa de paro. Sin embargo, la dificultad de acceder al mercado laboral provoca que uno de cada dos menores de 25 años que quieren trabajar no lo consiga, e incluso con estudios superiores tu tasa de paro no baja del 39%. En caso de que logren doctorarse con menos de 30 años, los jóvenes se enfrentan a una tasa de paro del 26%.

Desde una perspectiva geográfica, Andalucía y Canarias encabezan el desempleo en España y se sitúan entre las cinco regiones con mayor paro de Europa. Según los últimos datos de Eurostat, referentes a 2010, ocho de las doce regiones europeas con más paro son españolas. Las otras cuatro regiones son territorios franceses de ultramar. La explicación a la disparidad regional española se debe a las actividades desarrolladas en los distintos territorios. Aquellas regiones, como País Vasco, Navarra o Aragón, cuya fuerza laboral (comparativamente al resto de España) estaba

empleada a comienzos de 2008 en mayor medida en el sector industrial y en menor medida en la construcción, han experimentado un menor incremento de su tasa de paro. Por otro lado, aquellas regiones con mayor presencia de la ocupación en construcción o agricultura así como menor peso industrial han visto escalar su tasa de paro hasta cotas cercanas al 30%. De aquí que las diferencias entre comunidades autónomas oscilen desde el 12,6% del País Vasco al 31,2% de Andalucía.

Por otra parte, como consecuencia del aumento del desempleo y la necesidad de recuperar competitividad, los costes laborales de las empresas están aumentando a menor ritmo de lo que lo han hecho históricamente. La crisis parece haber puesto fin a la indexación de los salarios a la inflación y el pacto firmado por sindicatos y patronal a este respecto parece asegurar que esta tendencia se mantendrá en el futuro.

Los costes laborales se mantienen por debajo de la inflación.

INDICADORES DE SALARIOS

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

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

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

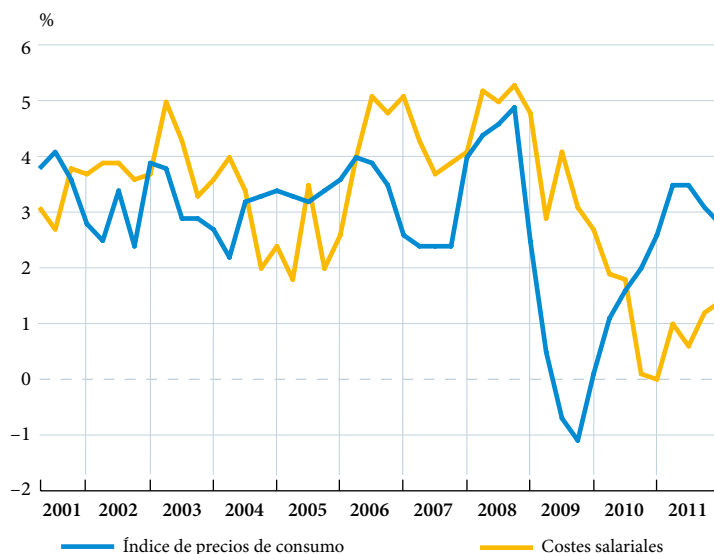
(**) Contabilidad nacional trimestral; datos corregidos de estacionalidad y calendario.

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

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

LOS COSTES SALARIALES CONTINÚAN CRECIENDO POR DEBAJO DE LA INFLACIÓN

Variación interanual de los costes salariales por trabajador y mes y de la inflación



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

El coste salarial por trabajador y mes creció un 1,4% interanual en el cuarto trimestre de 2011, mientras que la inflación se situó en el 3,1% en ese mismo periodo. El hecho de que el número de horas trabajadas disminuyese un 0,8% respecto al mismo trimestre del año anterior provocó que los costes salariales por hora efectiva trabajada aumentaran un 2,2%. Aun así, los costes salariales por hora se mantienen por debajo del promedio histórico.

Los costes de despido presionaron al alza la variación interanual del coste laboral total, que se situó en el 1,6%. El coste laboral por trabajador y mes alcanza en total los 2.684 euros, de los cuales 2.020 euros corresponden a salarios, 573 a cotizaciones a la Seguridad Social y el resto a indemnizaciones, prestaciones sociales y otros costes.

En resumen, el desempleo ha aumentado de forma asimétrica a lo largo de los últimos cuatro años y medio. El sector de actividad en el que estaban ocupados los individuos en 2007 ha sido determinante para entender cómo ha afectado el paro a los distintos colectivos y territorios, mientras que la falta de ocupación se alza como una mayor barrera para los jóvenes que se incorporan al mercado laboral, aquellos con un menor nivel de estudios, así como con los parados de larga duración. Por otro lado, el menor incremento de los salarios permite mitigar el incremento de los costes laborales de las empresas, lo que en última instancia debería mejorar su competitividad.

El desempleo se reparte de manera desigual según la población y el territorio.

Precios

El precio de los alimentos estabiliza la inflación en el 2,0%.

La debilidad del consumo presiona a la baja el IPC subyacente.

La inflación se mantiene constante pese a la caída del consumo

Después de cuatro meses consecutivos de caídas, el índice de precios al consumo mantuvo en febrero su tasa de variación interanual en el 2,0%. ¿La razón? El incremento experimentado en el precio de los alimentos y bebidas no alcohólicas compensó la estabilidad o ligeros retrocesos experimentados en el resto de la cesta de la compra.

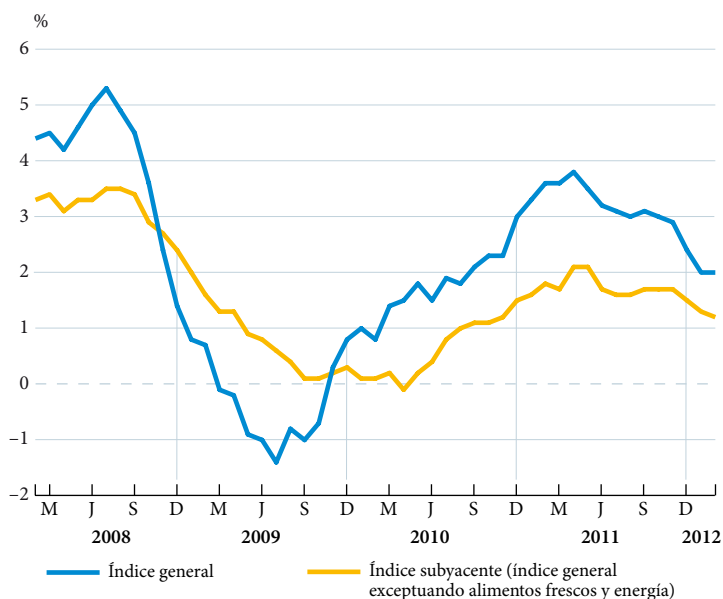
La presión al alza ejercida por los alimentos y bebidas no alcohólicas, cuya inflación aumentó 3 décimas respecto a enero y se situó en el 2,6% interanual, impulsado por las legumbres y hortalizas frescas y la

leche, fue compensada por la caída de la variación anual de los seguros (que no subieron este año en contraste con el año pasado), además de los descensos experimentados en ocio y cultura, vivienda, hoteles, cafés y restaurantes, así como en vestido y calzado. De aquí que el índice de precios al consumo general se mantuviese inalterado respecto al mes de enero.

Esta estabilidad de la inflación no implica una menor debilidad del consumo, que sigue muy presente en la economía española. El índice de confianza de los consumidores se encontraba en febrero en niveles de 2010; las ventas minoristas cayeron en enero un 5,9% interanual, mientras que las ventas de las grandes empresas lo hicieron

LA INFLACIÓN HACE UN ALTO EN SU SENDA DESCENDENTE

Variación interanual del índice de precios de consumo



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO POR GRUPOS DE COMPONENTES

Febrero

	Índices (*)	% variación mensual		% variación s/diciembre anterior		% variación anual	
		2011	2012	2011	2012	2011	2012
Por clases de gasto							
Alimentos y bebidas no alcohólicas	101,5	-0,2	0,1	-0,1	0,4	1,5	2,6
Bebidas alcohólicas y tabaco	102,6	0,2	0,3	2,4	0,5	14,5	2,2
Vestido y calzado	91,6	-1,6	-1,7	-15,6	-15,9	0,3	0,0
Vivienda	101,9	0,3	0,2	3,1	0,7	8,0	3,3
Menaje	100,1	0,0	-0,1	-0,9	-1,0	0,9	1,1
Medicina	97,7	0,0	0,1	0,0	-0,1	-1,5	-2,9
Transporte	103,5	0,8	0,8	2,3	2,7	10,0	5,3
Comunicaciones	97,0	0,0	0,1	-0,1	-2,0	-0,7	-3,5
Ocio y cultura	99,1	0,6	0,2	-1,3	-2,2	-0,2	0,4
Enseñanza	102,1	0,0	0,0	0,1	0,1	2,3	2,8
Hoteles, cafés y restaurantes	100,0	0,1	0,1	0,2	0,0	1,7	0,9
Otros	101,5	0,6	0,3	1,2	0,8	3,1	2,3
Agrupaciones							
Alimentos con elaboración	101,9	0,2	0,2	0,8	0,5	3,4	2,8
Alimentos sin elaboración	101,0	-0,9	0,0	-0,9	0,2	2,9	1,8
Conjunto no alimentario	100,0	0,2	0,1	-0,8	-1,4	3,7	1,8
Bienes industriales	99,7	0,1	0,0	-2,0	-2,6	5,6	2,4
<i>Productos energéticos</i>	104,9	1,2	1,1	5,8	3,5	19,0	7,9
<i>Carburantes y combustibles</i>	106,5	1,6	1,5	4,9	4,8	20,4	10,4
<i>Bienes industriales sin productos energéticos</i>	97,5	-0,4	-0,4	-4,9	-5,1	0,8	0,1
Servicios	100,4	0,3	0,1	0,3	-0,1	1,8	1,3
Inflación subyacente (**)	99,7	0,1	0,0	-1,4	-1,7	1,8	1,2
ÍNDICE GENERAL	100,4	0,1	0,1	-0,6	-1,0	3,6	2,0

NOTAS: (*) Base 2006 = 100.

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

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

un 5,0% en ese mismo periodo. Es decir, la atonía del consumo prevista para el primer trimestre está teniendo lugar y se manifiesta a nivel de precios a través de la inflación subyacente, que excluye alimentos frescos y energía. El índice de precios al consumo subyacente sí disminuyó en febrero, una décima, y situó su tasa de variación interanual en el 1,2%.

¿Qué elementos presionarán al alza la inflación en los próximos meses? En primer lugar, el petróleo. El precio del barril de

calidad Brent en euros ha marcado registros históricos en las últimas semanas del mes de marzo y ha rozado los 96 euros por barril. El incremento se debe al aumento del precio del barril de calidad Brent en dólares, que acumula un aumento del 16% desde comienzos de año debido principalmente a las turbulencias en Oriente Medio, unido a la progresiva depreciación del euro, el cual ha perdido en el último año el 7% de su valor frente a la divisa estadounidense.

El petróleo de calidad Brent en euros se halla en máximos históricos.

Con objeto de evitar que este incremento del precio del petróleo pueda acentuar la contracción en Europa y limitar la recuperación mundial, Arabia Saudí, el mayor productor de crudo en el mundo, ha anunciado que está preparado para aumentar su producción. Al mismo tiempo, Estados Unidos y el Reino Unido parecen estar dispuestos a liberar parte de sus reservas estratégicas y así contribuir a prevenir una mayor escalada del precio. De momento, en España la gasolina 95 antes de impuestos se ha incrementado desde diciembre un 22% e incluyendo impuestos alcanza 1,5 euros el litro, récord histórico. Dado los altos niveles actuales, hemos refinado dos décimas al alza la previsión de inflación para 2012, cuyo promedio se sitúa ahora en el 1,8%.

El segundo foco de tensión para la inflación proviene del precio de la electricidad, cuyo precio aumentará en abril. La tarifa eléctrica se ha mantenido congelada desde el pasado julio y, a diferencia de enero de 2011 cuando la tarifa subió un 8,2%, este año el precio de la electricidad continúa incólume.

Sin embargo, una sentencia del Tribunal Supremo obliga al Ministerio de Industria a revisar retroactivamente al alza los peajes de la electricidad (parte regulada de la factura de la luz que supone casi la mitad de la factura final de la electricidad). El origen del problema se encuentra en que las diferencias entre los ingresos y los costes del sistema eléctrico han generado, hasta marzo de este año, una deuda de 21.812 millones de euros, y el déficit de tarifa sigue presente en el sistema.

Según cálculos del sector eléctrico, los peajes deberían aumentar casi un 35% para cumplir la resolución judicial, y dado que el coste de la energía en la última subasta descendió un 7%, el incremento de la factura eléctrica subiría un 14%. Para mitigar un aumento de tal magnitud, el Gobierno podría elevar el techo del déficit energético o tomar otro tipo de medidas adicionales.

El tercer elemento que, en circunstancias normales, podría generar presiones inflacionistas es la inyección de liquidez realizada por el Banco Central Europeo. Sin

EL PRECIO DEL PETRÓLEO AMENAZA LA RECUPERACIÓN ECONÓMICA

Precio del barril de petróleo de calidad Brent en euros



FUENTE: Reuters Datastream.

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 (**)
2011											
Enero	3,7	6,8	1,5	1,0	6,8	17,3	11,7	7,3	2,0	12,2	-
Febrero	1,3	7,6	1,9	0,9	7,9	18,5	11,1	6,2	1,4	13,1	1,3
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	6,5	15,4	8,7	2,9	0,8	8,2	1,6
Junio	6,7	6,7	2,6	1,3	6,4	15,4	7,8	2,5	0,6	7,0	-
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	2,4	1,1	3,0	14,0	6,9	2,5	1,0	3,4	-
2012											
Enero		3,6	2,2	1,0	1,7	9,2	5,5	2,7	1,6	2,4	-

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

(**) Excepto energía.

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

embargo, la contracción de la actividad, la falta de demanda solvente o el desapalancamiento de la economía hacen difícil prever una recuperación del crédito a corto plazo. De hecho, en enero el número de créditos y préstamos disminuyó un 1,4% interanual. Las presiones inflacionistas vía crédito serán, por tanto, muy reducidas.

En resumen, la inflación continuará su senda descendente en los próximos meses, aunque el precio del petróleo y de la electricidad puedan aminorar su caída. Ante el tono recesivo de la coyuntura actual, los efectos de segunda ronda producidos en el resto de bienes por el incremento del coste de la energía deberían ser muy limitados.

En abril subirá el precio de la electricidad.

Sector exterior

El comportamiento de las exportaciones será clave para determinar la senda de recuperación de la economía española.

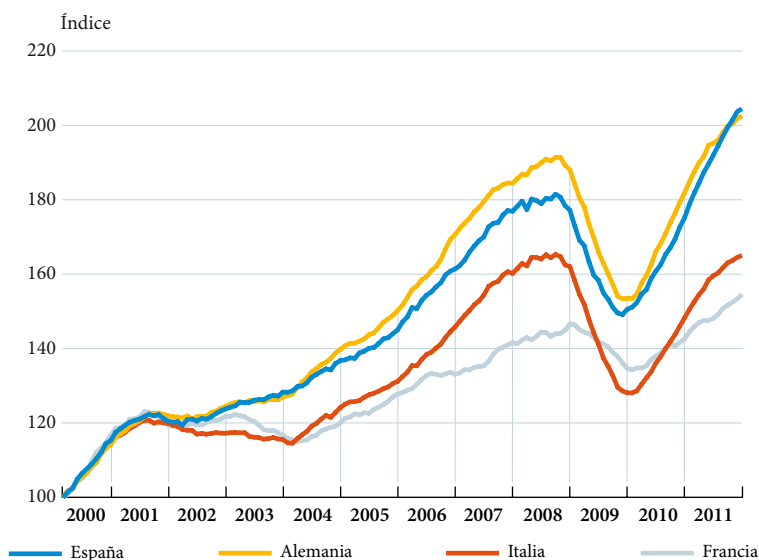
El crecimiento de las exportaciones se desacelera

El sector exterior se ha convertido en el principal motor de la economía española durante los últimos años. La intensa contracción de las importaciones en 2009 y, posteriormente, la mayor recuperación de las exportaciones amortiguaron la debilidad de la demanda interna. Sin embargo, los últimos datos disponibles muestran una desaceleración del crecimiento de la demanda externa de bienes españoles. Su evolución durante los próximos meses será clave para determinar la senda de recuperación de la economía española. Todo ello en un contexto de contracción de las importaciones que permitirá mantener la corrección del déficit comercial en 2012.

En efecto, el valor de las exportaciones de bienes españoles aumentó un 35,8% entre 2009 y 2011. Como muestra el gráfico siguiente, este crecimiento supera el registrado en las principales economías europeas. Incluso en Alemania, el segundo mayor país exportador del mundo, el crecimiento de las exportaciones nominales durante este periodo fue menor, del 32,0%. La mejora relativa de la competitividad española respecto al resto de la zona del euro, medida a través de los costes laborales unitarios, y la penetración gradual de las exportaciones en los principales mercados emergentes explican esta tendencia. Ello permitió reducir significativamente el déficit comercial, que pasó de representar el 9,7% del producto interior bruto en el segundo trimestre de 2008 hasta el 4,3% en diciembre de 2011.

INTENSO CRECIMIENTO DEL VALOR DE LAS EXPORTACIONES ESPAÑOLAS DURANTE LOS ÚLTIMOS AÑOS

Media móvil 12 meses (febrero 2000 = 100)



FUENTE: Banco de España.

Sin embargo, se observa una clara ralentización en el crecimiento de las exportaciones, concretamente a partir de la segunda mitad de 2011. Esta tendencia se mantuvo en enero de 2012, mes en que las exportaciones aumentaron un 3,9% interanual. Aunque este es un avance nada despreciable, es el menor de los últimos dos años. La debilidad de la demanda de la zona del euro, que en 2011 fue destino del 53% de las exportaciones, explica esta desaceleración. Así, la demanda de bienes españoles por parte del resto de miembros de la unión monetaria se redujo un 1,3% interanual en enero. Esta cifra contrasta con la evolución de las exportaciones hacia mercados emergentes como Rusia, los países de América Latina o China, que crecieron

un 37,1%, un 20,3% y un 14,6% interanual respectivamente en ese mismo mes. Esperamos que el menor pulso de la economía europea mantenga débil el crecimiento de las exportaciones, especialmente durante la primera mitad de 2012.

A pesar de esta desaceleración, el déficit comercial volvió a reducirse en enero, con una caída del 25,8% interanual, impulsado por la contracción de las importaciones, del 3,1% interanual. Destaca la mejora tanto del saldo no energético, con un superávit de 225 millones de euros, como del energético. Este último, sin embargo, seguirá elevado durante los próximos meses debido al mantenimiento del precio del petróleo en niveles relativamente elevados.

Las exportaciones crecen un 3,9% interanual en enero, el menor incremento de los últimos dos años.

El déficit comercial se reduce un 25,8% en enero de 2012.

COMERCIO EXTERIOR

Enero 2012

	Importaciones			Exportaciones			Saldo	Tasa de cobertura (%)
	Millones de euros	% variación anual en valor	% participación	Millones de euros	% variación anual en valor	% participación	Millones de euros	
Por grupos de productos								
Energéticos	4.941	0,4	24	1.060,2	12,4	6,4	-3.880	21,5
Bienes de consumo	4.602	4,5	23	5.432,8	-0,5	32,8	831	118,1
<i>Alimenticios</i>	1.162	2,1	6	2.342,8	7,0	14,1	1.181	201,6
<i>No alimenticios</i>	3.440	5,3	17	3.090,0	-5,5	18,6	-350	89,8
Bienes de capital	1.189	-13,5	6	1.245,4	8,9	7,5	56	104,7
Bienes intermedios no energéticos	9.503	-6,7	47	8.840,9	5,1	53,3	-662	93,0
Por áreas geográficas								
Unión Europea	10.050	-4,9	50	10.949,7	0,8	66,0	900	109,0
<i>Zona del euro</i>	8.181	-4,4	40	8.766,5	-1,3	52,9	586	107,2
Otros países	10.185	-1,3	50	5.629,5	10,6	34,0	-4.555	55,3
<i>Rusia</i>	495	-38,7	2	210,5	37,1	1,3	-285	42,5
<i>EEUU</i>	694	-18,9	3	609,0	6,4	3,7	-85	87,8
<i>Japón</i>	287	3,2	1	152,4	6,2	0,9	-134	53,2
<i>América Latina</i>	1.544	30,6	8	896,8	20,3	5,4	-647	58,1
<i>OPEP</i>	2.854	21,3	14	645,4	42,5	3,9	-2.209	22,6
<i>Resto</i>	4.311	-10,9	21	3.115,5	3,1	18,8	-1.195	72,3
TOTAL	20.234	-3,1	100	16.579,2	3,9	100,0	-3.655	81,9

FUENTES: Ministerio de Economía y elaboración propia.

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

El recurso al Banco Central Europeo se eleva hasta los 124.056 millones de euros en 2011.

La necesidad de financiación alcanza niveles de 2003

La mejora del saldo comercial lideró la corrección del desequilibrio exterior en 2011, de 9 décimas, hasta el 3,7% del PIB. Esta cifra se sitúa a niveles cercanos a los de 2003. La mejora de la balanza de servicios, impulsada por el buen comportamiento del turismo, también contribuyó al menor déficit corriente. Por su parte, el deterioro del déficit de la balanza de rentas evitó una corrección mayor, fruto del incremento del coste de financiación de la deuda.

Esperamos que el déficit corriente siga corrigiéndose durante 2012, para situarse en niveles cercanos al 2% del PIB. Esta mejora responderá principalmente a la reducción del déficit de bienes. Por otro lado, el superávit de la balanza de servicios y el de-

terioro de la balanza de rentas ralentizarán sus sendas de crecimiento durante el año actual.

Por lo que respecta a la cuenta financiera, la menor necesidad de capital externo por parte de la economía española vino acompañada, al mismo tiempo, de un cambio en la composición de la financiación. Así, la única fuente de entrada neta de capitales durante 2011 fue el recurso del Banco Central Europeo (BCE), que aumentó hasta los 124.056 millones de euros. Este incremento contrasta con la evolución de las inversiones en cartera y directas, que registraron salidas netas. Esperamos que esta tendencia se mantenga durante los próximos meses teniendo en cuenta la importante subasta de liquidez realizada por parte del BCE en febrero de 2012.

BALANZA DE PAGOS

Diciembre 2011

	Doce últimos meses		
	Saldo en millones de euros	Variación anual	
		Absoluta	%
Balanza corriente			
Balanza comercial	-39.954	7.188	-15,2
Servicios			
<i>Turismo</i>	30.611	3.653	13,6
<i>Otros servicios</i>	4.700	3.861	460,1
Total	35.311	7.514	27,0
Rentas	-29.186	-7.245	33,0
Transferencias	-5.948	1.168	-16,4
Total	-39.778	8.626	-17,8
Cuenta de capital	5.334	-962	-15,3
Balanza financiera			
Inversiones directas	-7.202	-9.428	-
Inversiones de cartera	-11.494	-41.233	-
Otras inversiones	-49.603	-46.504	-
Total	-68.299	-97.165	-
Errores y omisiones	-6.410	-3.956	161,2
Variación de activos del Banco de España	109.153	93.457	-

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

Sector público

El reto de una intensa consolidación fiscal

El déficit público de 2011 alcanzó el 8,5% del producto interior bruto (PIB). Esta cifra, que se aleja en 2,5 puntos porcentuales del objetivo del Gobierno y la Comisión Europea marcado para el año pasado, certifica que el ajuste fiscal fue insuficiente. La reconducción de este desequilibrio hacia cotas más reducidas se convierte en uno de los principales retos de las administraciones públicas para este año, especialmente en un contexto de contracción económica. Su consecución permitiría reducir la senda de crecimiento de la deuda pública y restablecer la confianza en la sostenibilidad de las cuentas públicas españolas.

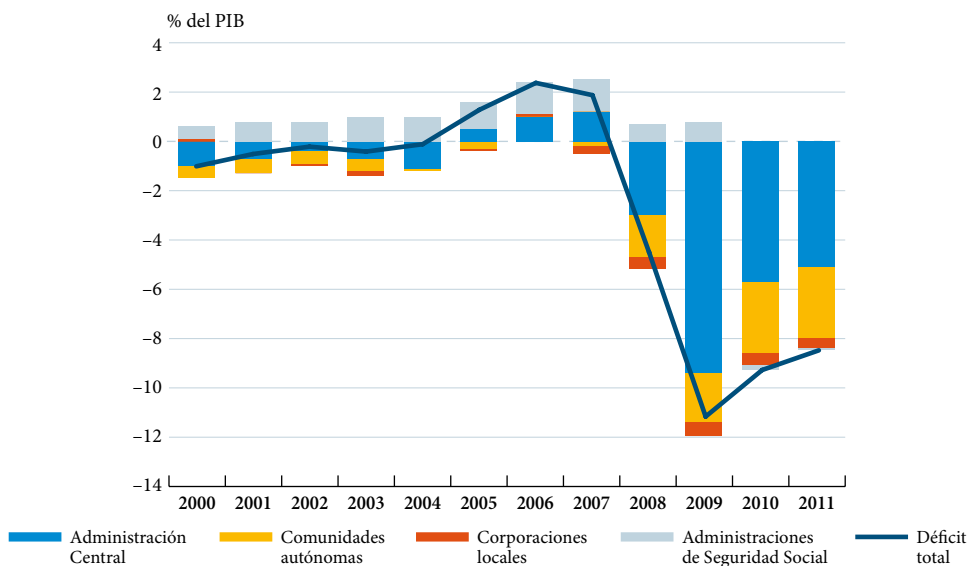
En efecto, la reducción en 8 décimas del déficit público de 2011 supuso tan solo una cuarta parte del ajuste contemplado en el programa de estabilidad. La nula reducción del déficit de las comunidades autónomas, que se mantuvo en el 2,9% del PIB frente al 1,3% exigido, explica gran parte de esta desviación. Tampoco fue suficiente la mejora del saldo del Estado en 6 décimas, hasta el 5,1% del PIB, 3 décimas por encima de su objetivo. Los déficits de la Seguridad Social y de las corporaciones locales se desviaron de los límites fijados en 5 y 1 décimas, respectivamente.

La debilidad de la economía durante la segunda mitad de 2011 contribuyó a la insuficiente corrección de las cuentas públicas.

El déficit público alcanza el 8,5% del PIB en 2011.

LA REDUCCIÓN DEL DÉFICIT PÚBLICO EN 2011 FUE INSUFICIENTE

Desglose del déficit público por administraciones



FUENTE: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas.

El deterioro de la economía en el segundo semestre de 2011 contribuyó a la desviación del déficit.

Los datos disponibles de contabilidad de caja corroboran esta afirmación. La recaudación de los ingresos del Estado y de las comunidades autónomas entre julio y diciembre del año pasado se redujo en 1.409 millones de euros respecto al mismo periodo de 2010. Esta caída fue especialmente intensa en lo que se refiere a los impuestos indirectos, más sensibles a las variaciones del consumo, con una reducción del 9,9% interanual. El intenso deterioro del mercado laboral durante el mismo periodo también afectó a las cuentas de la Seguridad Social, cuyos ingresos por cotizaciones sociales se redujeron en 1.885 millones de euros, una caída del 3,6% interanual.

Para rebajar el déficit al 5,3% se debe hacer el mayor ajuste de los últimos 50 años.

Por lo que respecta a 2012, los datos de enero no apuntan hacia un cambio de tendencia. El deterioro del empleo y del consumo siguieron presionando los ingresos impositivos a la baja con una reducción del 12,2% interanual. Esta incluye el mayor volumen de devoluciones respecto a enero de 2010, principalmente en lo que se refiere al Impuesto de Sociedades. Según el Ministerio de Hacienda, el ajuste de este efecto situaría la caída de los ingresos impositivos en el 4,0% interanual. Una reducción similar, del 3,7% interanual, se observa en los ingresos de la Seguridad Social durante el primer mes del año.

Esta evolución de los flujos presupuestarios se alinea con el cuadro macroeconómico presentado por el Gobierno para 2012. De acuerdo con este, el PIB se contraerá un 1,7% anual, mientras que la tasa de paro alcanzará el 24,3%. Ante este contexto, el Ejecutivo español revisó al alza el objetivo de déficit de 2012 en 1,4 puntos porcentuales, hasta el 5,8% del PIB. Un nivel que la Comisión Europea redujo hasta el 5,3%. Ello significa una corrección del déficit público de 3,2 puntos porcentuales en un año asumida, prácticamente por igual, por el Estado y las comunidades autónomas.

El Gobierno aprueba una nueva medida para reducir las cuentas a pagar de las administraciones públicas.

Pero, a pesar de esta revisión del límite, el cumplimiento del nuevo objetivo sigue siendo un reto que precisa de un esfuerzo considerable. La consolidación fiscal contemplada supera cualquier ajuste del saldo público registrado durante las últimas cinco décadas. De hecho, el aumento del pago por intereses, debido a los mayores costes de financiación de la deuda, y la contracción económica sitúan el ajuste necesario para cumplir el objetivo alrededor de los 50.000 millones de euros. Por lo tanto, es probable que se adopten nuevas medidas de corrección adicionales a los 15.000 millones de euros anunciados por parte del Estado y a los planes de consolidación presentados por las comunidades autónomas.

Dicha afirmación aumenta la expectación sobre el contenido de los Presupuestos Generales del Estado, que se publicarán a finales de marzo. Estos permitirán conocer la estrategia del Gobierno para alcanzar el nuevo objetivo de déficit. Es imprescindible que las medidas adoptadas permitan disipar la incertidumbre sobre la sostenibilidad de las cuentas públicas españolas. En marzo, el diferencial entre los bonos a 10 años españoles y sus homólogos alemanes repuntó hasta los 350 puntos básicos. El aumento de la deuda pública durante el año pasado, en 8,4 puntos porcentuales, hasta el 68,5% del PIB contribuyó a este mayor coste de financiación. Un nivel que, sin embargo, se mantiene en una cota relativamente confortable si se compara con el endeudamiento medio de los países de la zona del euro, superior al 87% del PIB.

Otra medida que puede ayudar a restablecer la confianza en las cuentas públicas es el plan de pago a proveedores aprobado por el Gobierno. Este otorgará hasta 35.000 millones de euros en créditos a las comunidades autónomas y las corporaciones locales para saldar sus deudas con los proveedores que ascendían hasta los 49.425 millones de euros entre ambas.

Ahorro y financiación

Los reguladores unen esfuerzos para reforzar el sector bancario

Las medidas tomadas durante los últimos meses reflejan que el refuerzo del sistema bancario se ha situado entre las prioridades en las agendas políticas, tanto a nivel europeo como estatal. Así, los préstamos a tres años del Banco Central Europeo (BCE) a las entidades financieras han permitido aliviar sus tensiones de liquidez. Al mismo tiempo, el Ejecutivo español aprobó el real decreto ley de saneamiento del sistema financiero. La presentación, por parte de las entidades, de los planes de cumplimiento de la nueva ley ayudará a despejar las incógnitas respecto a la evolución del mapa bancario nacional. Se espera que es-

tas medidas permitan fortalecer la solvencia de la banca. Especialmente ante la debilidad de la economía española prevista para 2012, que mantendrá elevada la tasa de morosidad bancaria.

La aprobación, en febrero, de la nueva reforma financiera exigirá a la banca el aumento de la cobertura de sus activos de naturaleza inmobiliaria. Un esfuerzo que el Gobierno situó alrededor de los 50.000 millones de euros. Dicha estimación toma como referencia el valor de los activos inmobiliarios problemáticos en posesión de la banca en junio de 2011, que el Banco de España cifraba en 176.000 millones de euros. Sin embargo, el aumento en 11.890 millones de euros de los créditos dudosos

La recuperación del sector bancario centra los esfuerzos políticos a nivel europeo y español.

CRÉDITO POR FINALIDADES AL SECTOR PRIVADO

Cuarto trimestre de 2011

	Saldo (*)	Variación año actual	
	Millones de euros	Millones de euros	%
Financiación de actividades productivas			
Agricultura, ganadería y pesca	21.757	-1.371	-5,9
Industria	143.231	-9.145	-6,0
Construcción	98.505	-16.014	-14,0
Servicios	680.213	-14.921	-2,1
Total	943.706	-41.451	-4,2
Financiación a personas físicas			
Adquisición y rehabilitación de vivienda propia	656.503	-6.295	-0,9
Adquisición de bienes de consumo duradero	37.686	-4.382	-10,4
Otras financiaciones	99.498	-8.418	-7,8
Total	793.687	-19.095	-2,3
Otros	45.156	-858	-1,9
TOTAL	1.782.548	-61.404	-3,3
Adquisición de viviendas y actividades inmobiliarias	924.868	-23.364	-2,5

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

La ratio de morosidad de los créditos inmobiliarios aumenta hasta el 9,3%.

entre junio y diciembre del año pasado hará que el esfuerzo tenga que ser superior.

El mayor volumen de activos dudosos y la contracción del saldo vivo del crédito inmobiliario en un 1,8% en el mismo periodo elevaron la tasa de morosidad inmobiliaria hasta el 9,3% a finales de 2011. Esta cifra se sitúa 1,2 puntos porcentuales por encima del nivel registrado en junio. Existen importantes diferencias entre las distintas partidas que componen el crédito inmobiliario. Así, mientras la tasa de morosidad de promotores y constructores se situaba en el 20,9% y el 17,7% respectivamente en diciembre, la mora de los créditos hipotecarios a hogares alcanzaba el 2,8%. Esta última ratio, sin embargo, ha aumentado prácticamente de manera ininterrumpida desde el año 2004.

social. En este se incluye un código de buenas prácticas al que pueden adherirse voluntariamente las entidades bancarias y que facilita la renegociación del crédito hipotecario llegando, incluso, a contemplar la dación en pago. Los hogares que pueden beneficiarse son aquellos sin ingresos derivados del trabajo y donde la cuota hipotecaria supera el 60% de sus ingresos totales. Además, no deben disponer de avales y el precio de adquisición de la vivienda tuvo que ser menor a ciertos niveles fijados en función del tamaño del municipio. Todas estas restricciones limitan sustancialmente el colectivo susceptible de poder beneficiarse.

El análisis del resto de sectores productivos muestra tendencias de signo equivalente en lo que se refiere a la evolución del crédito y de la morosidad. Se observa, además, que aquellos sectores con una mayor tasa de morosidad en 2011 fueron los que registraron una caída del crédito mayor. Así, el crédito al sector de la construcción,

El Gobierno aprueba un real decreto para paliar los desahucios a los hogares con mayores dificultades.

Ante dicha escalada, el nuevo Gobierno aprobó un real decreto con el objetivo de paliar el problema de los desahucios a aquellas personas con riesgo de exclusión

FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS (1)

Enero 2012

	Saldo	Variación año actual	Variación 12 meses	%
	Millones de euros	Millones de euros	% (2)	participación
Sector privado	2.121.914	-9.490	-2,6	73,9
Empresas no financieras	1.255.675	-4.691	-2,6	43,7
<i>Préstamos de entidades residentes (3)</i>	836.189	-5.645	-5,1	29,1
<i>Valores distintos de acciones</i>	65.715	349	8,8	2,3
<i>Préstamos del exterior</i>	353.771	605	1,7	12,3
Hogares (4)	866.239	-4.799	-2,5	30,2
<i>Préstamos para la vivienda (3)</i>	663.749	-3.090	-1,8	23,1
<i>Otros (3)</i>	199.402	-1.721	-4,6	6,9
<i>Préstamos del exterior</i>	3.088	12	4,5	0,1
Administraciones públicas (5)	750.572	15.611	13,7	26,1
TOTAL	2.872.486	6.121	1,4	100,0

NOTAS: (1) Residentes en España.

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

(3) Incluyen préstamos titulizados fuera del balance bancario.

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

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

con una morosidad del 17,7% en diciembre, disminuyó un 14,0% anual. De menor intensidad fueron las reducciones del crédito al sector primario y a la industria, del 5,9% y el 6,0% anual, respectivamente. Su tasa de mora en diciembre alcanzaba el 6,5% y el 5,4%. Finalmente, el crédito a los servicios, con una morosidad del 4,7%, se redujo un 2,1% anual.

Los datos disponibles para 2012 muestran el mantenimiento del ritmo de contracción del crédito a los otros sectores residentes. Así, en enero, este se redujo un 3,1% interanual. La tasa de morosidad, por su parte, aumentó en 29 puntos básicos para alcanzar el 7,91% del saldo vivo de crédito. Esta reducción del crédito contribuyó a disminuir la deuda del sector privado en 9.490 millones de euros en enero. Ello contrasta con el nuevo incremento de la financiación al sector público, que en ese mismo mes aumentó en 15.611 millones de euros.

Esperamos que la debilidad de la economía prevista, especialmente, durante la primera mitad de 2012 y el proceso de desapalancamiento del sector privado mantengan la

contracción del crédito a lo largo de todo el año. Los tipos de interés de las nuevas operaciones crediticias, que se sitúan en niveles máximos de los últimos tres años, también contribuirán hacia esta dirección. Este incremento de los tipos contrasta con la política monetaria llevada a cabo por el BCE durante los últimos meses. En efecto, el mantenimiento del tipo de interés al 1%, un nivel históricamente bajo, y las inyecciones de liquidez han reducido los costes de financiación de la banca europea. Una disminución que no se ha trasladado a los tipos de interés minoristas, lo que refleja el incremento de la prima de riesgo de las operaciones bancarias.

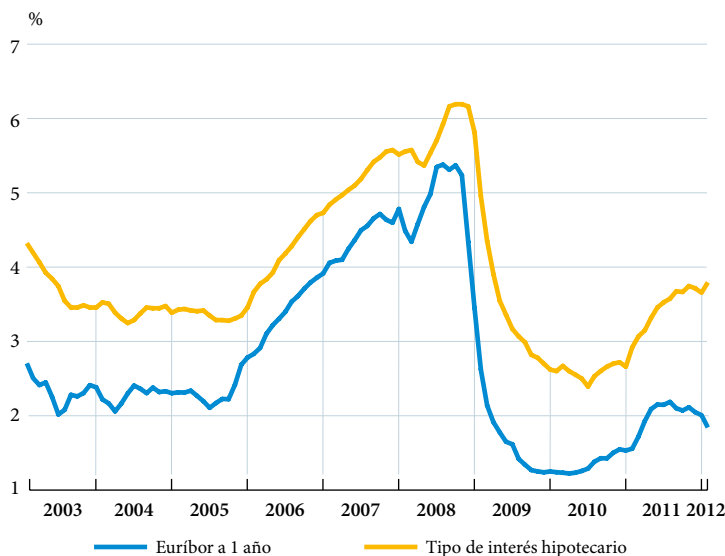
En este sentido, destaca el intenso repunte del tipo de interés aplicado a la compra de las viviendas, con un aumento de 14 puntos básicos en enero respecto al mes anterior. Esta tendencia contrasta con la caída del principal índice de referencia para estos productos, el euríbor a un año, que disminuyó en 16 puntos básicos durante el mismo periodo. Como muestra el gráfico siguiente, el diferencial entre ambas series se acercó a los 2 puntos porcentuales en

El crédito se reduce un 3,1% interanual y la morosidad alcanza el 7,91% en enero de 2012.

El tipo de interés de las nuevas operaciones de crédito alcanza niveles máximos de los últimos tres años.

EL DIFERENCIAL ENTRE EL EURÍBOR Y EL TIPO DE INTERÉS HIPOTECARIO SE INCREMENTA

Tipo de interés de las nuevas operaciones hipotecarias y euríbor a 1 año



FUENTE: Banco de España.

El recurso de la banca española al eurosistema aumenta hasta los 152.432 millones de euros en febrero.

este mes, un nivel muy superior a los 36 puntos básicos registrados en junio de 2008.

Los depósitos bancarios mantienen su contracción

La facilidad de crédito del BCE aumentó el recurso de los bancos españoles al eurosistema hasta los 152.432 millones de euros en febrero. Ello ha mejorado la posición de liquidez de las entidades bancarias. Como consecuencia, la necesidad de financiación a través de la captación de recursos minoristas se ha reducido drásticamente, manteniendo prácticamente estancados los tipos de interés de las nuevas operaciones de depósitos.

En este contexto, los depósitos de las empresas y familias se redujeron significativamente en enero, con una caída del 4,2% interanual. Esta contracción responde, principalmente, a la caída de los depósitos a plazo que en este periodo se redujeron en 42.713 millones de euros. ¿Responde esta evolución de los depósitos a una disminución del ahorro de los hogares?

En principio, en periodos de deterioro de la actividad económica y con aumento en la tasa de desempleo, el ahorro de las familias tiende a crecer ostensiblemente. Esto es lo que ocurrió durante la última recesión, cuando la tasa de ahorro, medida en porcentaje de la renta bruta disponible de los hogares, aumentó más de 8 puntos porcentuales en dos años. Durante este periodo, los depósitos bancarios totales registraron un importante incremento, especialmente en lo que respecta a los de largo plazo.

Sin embargo, la caída de los depósitos bancarios durante los últimos meses refleja, también, un cambio de composición entre los activos financieros en manos de las familias y las empresas. El incremento de la rentabilidad de los valores de deuda soberana y de otros instrumentos como los pagarés bancarios habría contribuido a ello. De hecho, en este último ejemplo, se observa que el volumen de pagarés en circulación emitidos por las entidades financieras prácticamente se dobló entre septiembre de 2011 y enero de 2012. Ante este escenario, esperamos que la tasa de ahorro reduzca su ritmo de contracción e incluso se estanque durante los primeros meses del año.

El volumen de pagarés emitidos por las entidades bancarias prácticamente se duplica entre septiembre y enero de 2012.

PASIVOS DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO FRENTE A EMPRESAS Y FAMILIAS

Enero 2012

	Saldo	Variación año actual		Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%	
A la vista	261.965	-7.746	-2,9	7.037	2,8	19,3
De ahorro	197.452	-5.498	-2,7	-11.203	-5,4	14,6
A plazo	696.688	-1.048	-0,2	-42.713	-5,8	51,4
En moneda extranjera	17.631	-87	-0,5	-464	-2,6	1,3
Total depósitos	1.173.735	-14.380	-1,2	-47.344	-3,9	86,6
Resto del pasivo (*)	181.270	-3.694	-2,0	-11.528	-6,0	13,4
TOTAL	1.355.005	-18.074	-1,3	-58.872	-4,2	100,0

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

El sobreendeudamiento de las empresas españolas: ¿problema común o de unas pocas?

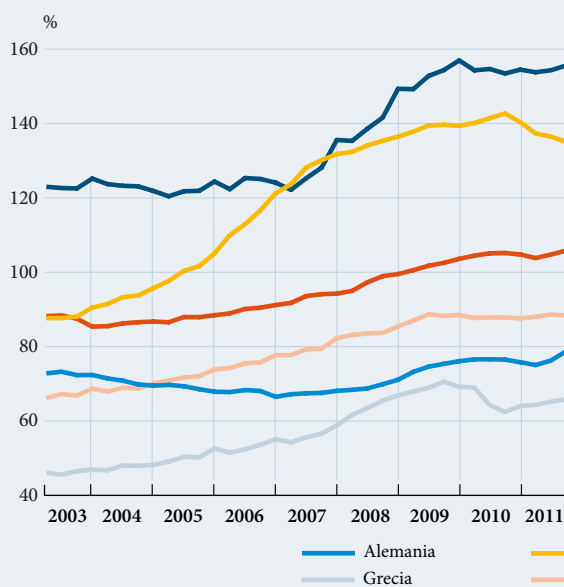
El crecimiento del endeudamiento de las sociedades no financieras durante la década de los noventa y hasta 2007 fue un fenómeno generalizado en la mayoría de países europeos y especialmente intenso en España. Por este motivo suele afirmarse que el endeudamiento de nuestras empresas es excesivo y que urge acometer un proceso de desapalancamiento.

Para medir los niveles de endeudamiento podemos utilizar distintos indicadores. Las ratios más utilizadas son la de deuda sobre activos (que informa sobre el porcentaje del balance financiado con fondos ajenos); la de deuda sobre resultado económico bruto (que mide la capacidad de devolución de la deuda con las rentas generadas), y la de carga financiera sobre el resultado (porcentaje del resultado destinado al pago de intereses por las deudas contraídas). Valores altos de estas ratios indican vulnerabilidad de las empresas, al sugerir dependencia excesiva de fondos externos o altos porcentajes del resultado destinados al pago de deudas.

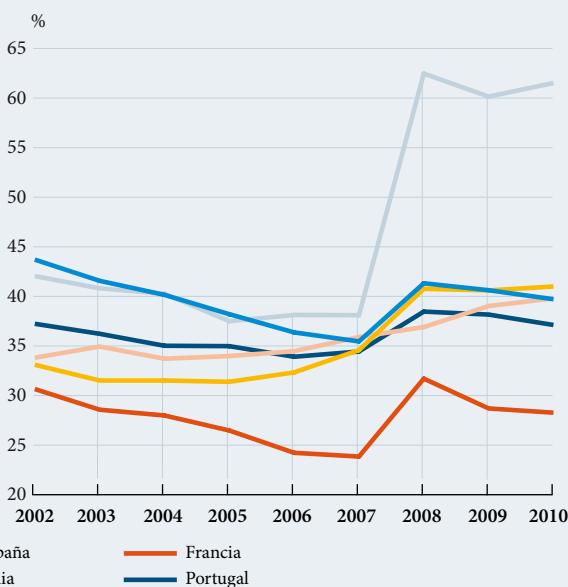
Como se observa en el gráfico, las conclusiones sobre el endeudamiento de las empresas españolas varían según el indicador utilizado. Parece que su estructura del balance no muestra en términos agregados signos de sobreendeudamiento: el porcentaje financiado con fondos propios está en línea con el que presentan otros países de la zona del euro. Por el contrario, los indicadores relativos al resultado o al valor añadido bruto son los que recogen un mayor nivel de endeudamiento diferencial respecto a otros países del área del euro, indicando la necesidad de aumentar la rentabilidad de los activos empresariales. El deterioro de nuestra economía ha agudizado este problema, al erosionar las cuentas de resultados en un gran número de sectores, y generar un aumento de las ratios de endeudamiento que toman como referencia esta variable.

INDICADORES DE ENDEUDAMIENTO DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS EN PAÍSES EUROPEOS

Deuda/valor añadido bruto de las sociedades no financieras



Deuda/activo de las sociedades no financieras



FUENTES: Banco Central Europeo e IIF.

El problema de estas ratios agregadas es que no permiten distinguir si el mayor endeudamiento de un país se debe a que presenta un mayor peso en sectores que, por sus características, requieren un mayor endeudamiento o bien a que presenta un problema de sobreendeudamiento generalizado en todos los sectores. Un ejemplo ilustrativo es el sector de la promoción y construcción. En la mayoría de países analizados es el sector que presenta mayores ratios de endeudamiento, por lo que su mayor peso en nuestra economía explicaría parte de nuestras mayores ratios. Sin embargo, sí puede hablarse de endeudamiento excesivo cuando, además, este sector presenta en España una ratio de endeudamiento de 27 veces su resultado anual por una ratio de 10 en el resto de países europeos. Como veremos, este no es el único sector en España que adolece de este mal.

El nivel de endeudamiento sostenible de una empresa depende de muchos factores. Unos son específicos a la rama de actividad en la que opera. Así, un sector cuyo proceso de producción requiera de muchos activos intangibles tendrá menos activos tangibles que aportar como garantía de un préstamo que otro sector que sea más intensivo en maquinaria, por ejemplo. Otros factores vienen determinados por características de la propia empresa –como su capacidad de gestión para obtener mayor rentabilidad o la capacidad de aportar garantías adicionales–. En este sentido, el tamaño también es importante, pues los mercados tienen poca información sobre las empresas pequeñas: ni sus contratos suelen ser públicos, ni emiten títulos cotizados por los comparativamente elevados costes que ello supone. Ante este hecho, las empresas pequeñas tienden a confiar más en la autofinanciación o en el crédito bancario. En cualquier caso, su comportamiento es distinto al de las empresas grandes.

Por tanto, para juzgar si el nivel de endeudamiento de las empresas es excesivo, habría que tener en cuenta todos estos factores. Una manera de hacerlo es comparar los niveles de endeudamiento de las empresas españolas con los de empresas similares de otros países de la Unión Europea que operen dentro de la misma rama de actividad. De este modo, comparando entre empresas de la misma rama se minimizan las diferencias que puedan venir por particularidades sectoriales. Si además se compara entre empresas del mismo tamaño, las diferencias que puedan venir de un mayor o menor acceso a los mercados también se reducen. Las diferencias restantes deberían ser pues atribuibles a la distinta capacidad de gestión o a otras circunstancias específicas. Este tipo de análisis se ha llevado a cabo en un reciente estudio,⁽¹⁾ cuyos principales resultados resumimos a continuación.

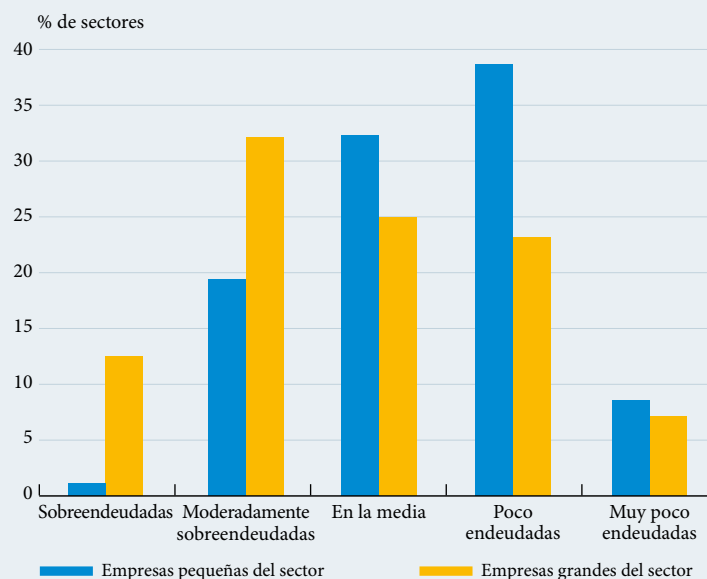
En primer lugar, el análisis muestra cómo efectivamente existe un comportamiento muy distinto entre empresas grandes y pequeñas. Sus ratios de endeudamiento son muy dispares, aunque el hecho de que uno u otro tipo de empresas esté más endeudada depende de la rama de actividad.

El segundo de los resultados viene de la comparación de los niveles de endeudamiento de las empresas españolas con los niveles promedio de los principales países de la zona del euro, para cada rama de actividad y tamaño de empresa. En el siguiente gráfico se puede observar cómo en 2010, en promedio, las empresas grandes españolas estaban más sobreendeudadas respecto a sus homólogas europeas que las empresas pequeñas. En efecto, las empresas grandes tenían un endeudamiento superior al promedio europeo en un 45% de los sectores, cifra que se reduce al 20% para las empresas pequeñas. Adicionalmente, para una elevada proporción de estos sectores sobreendeudados, su endeudamiento relativo empeoró desde 2007 (bien sea porque aumentó su apalancamiento o porque se redujo menos que en los otros países).⁽²⁾

(1) Jódar-Rosell, S. y Martínez Carrascal, I. (2012), «El sobreendeudamiento de las empresas españolas: ¿problema común o de unas pocas?», "la Caixa" Documento de Trabajo 01/2012.

(2) El análisis para 2010 solo ha podido realizarse con datos del balance agregado para cada sector y tipo de empresa. Por tanto, la ratio de endeudamiento calculada de este modo puede estar afectada por los valores que presenten las empresas más grandes de cada grupo (las grandes de las pequeñas y las grandes de las grandes). Sin embargo, para 2009 se dispone de las ratios de endeudamiento por percentiles y las conclusiones para la empresa representativa de cada grupo se mantienen.

ENDEUDAMIENTO RELATIVO AL PROMEDIO EUROPEO POR TAMAÑO DE EMPRESA, 2010



NOTAS: (*) Empresas pequeñas: ventas <10 millones de euros; empresas grandes: ventas > 50 millones de euros.

(**) Promedio calculado con datos de Alemania, Bélgica, España, Francia, Italia y Portugal.

FUENTE: Elaboración propia en base a datos BACH-ESD.

Finalmente, el análisis muestra cómo el menor endeudamiento relativo de las empresas pequeñas parece ser el fruto de un mayor esfuerzo de estas para reducirlo desde finales de 2007. De hecho, la carga financiera de las empresas pequeñas creció alrededor del 15% entre 2007 y 2009, mientras que tan solo aumentó levemente para las empresas grandes. Cabe pensar que, dados los menores tipos de interés durante 2009, la mayor carga financiera de las empresas pequeñas refleje un mayor deterioro de su resultado. Ante esta situación, probablemente estas empresas intentaran reducir su dependencia de fondos externos, concentrándose en satisfacer los compromisos de deuda que consumían gran parte de su resultado. Del mismo modo, el deterioro del resultado también incrementó el riesgo percibido por los acreedores de que las empresas no pudieran hacer frente a sus deudas. Ello dificulta la renovación del crédito a corto plazo y acentúa el proceso de desapalancamiento, especialmente en un contexto de menor apetito por el riesgo. En línea con este hecho, los datos muestran cómo el endeudamiento ha tendido a reducirse más entre los sectores cuyo endeudamiento en 2007 era mayor respecto al promedio europeo.

En definitiva, pese a que los datos agregados muestran una proporción de fondos ajenos en el balance de las empresas españolas similar a la de otros países, un análisis desagregado por sectores muestra la necesidad de ajuste en muchos de ellos. Este ajuste se ha iniciado ya y ha sido especialmente intenso en las empresas pequeñas, pero aún existen numerosos sectores sobreendeudados. Adicionalmente, resulta imprescindible aumentar la productividad de nuestras empresas para acercar los niveles de carga financiera y deuda sobre resultados a los del resto de países europeos. El aumento de su rentabilidad resulta un reto tan o más importante que el de la reducción de su endeudamiento.

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

Estudios y Análisis Económico, "la Caixa"

Publicaciones

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

■ INFORME MENSUAL

Informe sobre la situación económica (disponible también en inglés)

■ ANUARIO ECONÓMICO DE ESPAÑA 2011

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

■ COLECCIÓN COMUNIDADES AUTÓNOMAS

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

■ CÁTEDRA "la Caixa" ECONOMÍA Y SOCIEDAD

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

■ DOCUMENTOS DE ECONOMÍA "la Caixa"

18. **Hacia una nueva arquitectura financiera** Oriol Aspachs-Bracons, Matthias Bulach, Jordi Gual y Sandra Jódar-Rosell

19. **Globalización y decoupling. ¿Hacia un mundo emergente desacoplado de las economías avanzadas?** Alex Ruiz

20. **Inmigración y mercado laboral: antes y después de la recesión** Joan Elias

21. **La recuperación del comercio mundial. Lo que la crisis se llevó** Marta Noguer

22. **Diferencial de inflación con la eurozona: ¿mejora sostenible?** Pere Miret

23. **Perspectivas de desapalancamiento en España** Oriol Aspachs-Bracons, Sandra Jódar-Rosell y Jordi Gual

24. **Los requisitos de capital de Basilea III y su impacto en el sector bancario** Jordi Gual

■ "la Caixa" ECONOMIC PAPERS

4. **Time to Rethink Merger Policy?** Jordi Gual

5. **Integrating Regulated Network Markets in Europe** Jordi Gual

6. **Should the ECB Target Employment?** Pau Rabanal

7. **Capital Requirements Under Basel III and Their Impact on the Banking Industry** Jordi Gual

■ DOCUMENTOS DE TRABAJO

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

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

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

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

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

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

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

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

07/2011. **¿Cuánto capital necesita el sistema financiero español?** Maria Pilar Buil y Matthias Bulach

08/2011. **La responsabilidad limitada en los créditos hipotecarios: mitos y realidades** Maria Pilar Buil y Anna Mialet

09/2011. **Tensiones de liquidez y gap comercial: efectos sobre el sistema bancario español** Sandra Jódar-Rosell

10/2011. **La crisis del euro: causas últimas y soluciones duraderas** Jordi Gual

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

■ ESTUDIOS ECONÓMICOS

36. **El cambio climático: análisis y política económica. Una introducción** Josep M. Vegara (director), Isabel Busom, Montserrat Colldeforns, Ana Isabel Guerra y Ferran Sancho

37. **Europa, como América: Los desafíos de construir una federación continental** Josep M. Colomer

Consejo Asesor

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

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

Área de Estudios y Análisis Económico

- Jordi Gual
Director Ejecutivo de "la Caixa"
- Joan Elias
Adjunto a la Dirección
- Enric Fernández
Director de Economía Internacional
- Oriol Aspachs
Director de Economía Europea
- Avelino Hernández
Director de Mercados Financieros

INFORME MENSUAL

Abril 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...):
publicacioneseestudios@lacaixa.es

GRUPO "la Caixa": DATOS MÁS RELEVANTES

a 31 de diciembre de 2011

ACTIVIDAD FINANCIERA	Millones €
Recursos totales de clientes	248.326
Créditos sobre clientes	182.661
Resultado atribuido al Grupo	975

PERSONAL, OFICINAS Y MEDIOS DE PAGO	
Empleados	28.529
Oficinas	5.196
Terminales de autoservicio	8.011
Tarjetas (millones)	10,3

OBRA SOCIAL: PRESUPUESTO POR ACTIVIDADES PARA 2012	Millones €
Sociales	331
Ciencia y medio ambiente	68
Culturales	69
Educativas e investigación	32
TOTAL PRESUPUESTO	500



Informe Mensual edición iPad

La economía desde tu sofá

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

Más información en www.laCaixa.es/estudios

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

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

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

