

Informe Mensual



¿POR QUÉ NO AUMENTA LA DIMENSIÓN DE LA EMPRESA ESPAÑOLA?

Empresa y productividad: una cuestión de tamaño Pág. 18

Productividad y propensión exportadora tienden a aumentar con el tamaño empresarial

Crece o no crece, he ahí el problema Pág. 34

El apoyo a la pyme no debe crear desincentivos al crecimiento del tamaño de la misma

La financiación de las pymes en España: emergencia a corto, desafío a largo Pág. 44

Las políticas públicas y la iniciativa privada en el ámbito de la financiación deben impulsar el crecimiento de las pymes

¿Favorece la regulación laboral el crecimiento empresarial? Pág. 56

España debe asegurarse de que la regulación laboral no penaliza a las empresas que quieren crecer

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	2,1	2,2	1,6	1,5	1,6	2,1	2,2
Japón	4,5	-0,7	1,7	-0,1	-1,7	-0,5	-0,6	1,7	2,5
Reino Unido	2,1	0,7	0,6	1,5	0,4	0,3	0,5	0,0	0,6
Zona del euro	1,8	1,5	-0,5	2,4	1,6	1,3	0,7	-0,2	-0,6
<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	2,4	2,1	3,3	3,8	3,3	2,8	2,3
Japón	-0,7	-0,3	0,5	-0,6	-0,4	0,2	-0,3	0,3	0,6
Reino Unido	3,3	4,5	2,7	4,1	4,4	4,7	4,7	3,5	2,9
Zona del euro	1,6	2,7	2,1	2,5	2,8	2,7	2,9	2,7	2,0
<i>Alemania</i>	1,1	2,3	1,9	2,1	2,3	2,4	2,4	2,1	1,9
<i>Francia</i>	1,5	2,1	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	-1,6	0,4	-0,3	0,5	-1,1	-1,0	-1,6
Consumo de las AA. PP.	0,2	-2,2	-6,7	0,6	-2,1	-3,6	-3,6	-5,7	-6,2
Formación bruta de capital fijo	-6,2	-5,1	-8,8	-4,9	-5,4	-4,0	-6,2	-8,1	-9,2
<i>Maquinaria y bienes de equipo</i>	5,5	1,6	-5,9	5,7	1,1	2,2	-2,7	-4,8	-4,9
<i>Construcción</i>	-10,1	-8,1	-10,2	-9,2	-8,1	-7,0	-8,2	-9,7	-11,3
Demanda nacional (contr. al Δ PIB)	-1,0	-1,8	-4,2	-0,8	-1,9	-1,4	-2,9	-3,6	-4,3
Exportación de bienes y servicios	13,5	9,1	1,4	13,1	8,8	9,2	5,2	2,9	2,2
Importación de bienes y servicios	8,9	-0,1	-7,5	6,0	-1,3	0,9	-5,9	-7,6	-7,3
Producto interior bruto	-0,1	0,7	-1,5	0,9	0,8	0,8	0,3	-0,3	-1,3
Otras variables									
Empleo	-2,6	-1,9	-4,3	-1,4	-1,1	-1,9	-3,3	-3,8	-4,9
Tasa de paro (% población activa)	20,1	21,6	24,7	21,3	20,9	21,5	22,9	24,4	24,6
Índice de precios de consumo	1,8	3,2	2,0	3,5	3,5	3,1	2,8	2,0	2,1
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	-2,4	-6,6	-3,2	-2,9	-2,8	-2,9	-2,3
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	-4,0	-3,4	-1,9	-6,1	-2,7	-2,4	-2,3	-2,4	-1,8
Saldo público (% PIB)	-9,3	-8,5	-6,0	-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	2,0
Bonos alemanes 10 años	2,8	2,6	1,9	3,2	3,1	2,3	2,0	1,9	1,8
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 Previsiones del FMI
 - 7 Estados Unidos
 - 12 Japón
 - 14 China
 - 15 Brasil
 - 16 México
 - 17 Materias primas
- 18 Empresa y productividad:
una cuestión de tamaño**
- 22 Unión Europea**
 - 22 Zona del euro
 - 25 Alemania
 - 27 Francia
 - 29 Italia
 - 30 Reino Unido
 - 32 Europa emergente
- 34 Crecer o no crecer,
he ahí el problema**
- 36 Mercados financieros**
 - 36 Mercados monetarios
y de capital
- 44 La financiación de
las pymes en España:
emergencia a corto,
desafío a largo**
- 48 Coyuntura española**
 - 48 Actividad económica
 - 52 Mercado de trabajo
- 56 ¿Favorece la regulación
laboral el crecimiento
empresarial?**
- 59 Precios
- 63 Sector exterior
- 66 Sector público
- 68 Ahorro y financiación

¿Por qué no aumenta la dimensión de la empresa española?

La dimensión media de la empresa española es inferior a la de otros países con un grado de desarrollo similar. Según el Directorio Central de Empresas, a 1 de enero de 2011, del total de 3,25 millones de empresas existentes en España el 99,9% eran pequeñas y medianas, es decir, tenían menos de 250 asalariados. Las microempresas con menos de 10 asalariados constituían el 95,2% del tejido empresarial, frente al 92,1% de la Unión Europea. Entre 2000 y 2010, el número total de empresas aumentó en más de 600.000, pero el predominio de la pyme apenas se alteró.

La abundancia de pymes puede ser consecuencia de una economía dinámica y flexible. Una alta tasa de creación de negocios puede derivarse de un elevado espíritu emprendedor. Pero cuando el número de grandes empresas es tan exiguo y la dimensión empresarial apenas aumenta incluso en los momentos más álgidos del ciclo cabe preguntarse por las razones de tal anomalía. Muchos estudios concluyen que las economías con unidades empresariales de mayor tamaño cuentan con una productividad más elevada y con empresas más orientadas hacia el exterior. También existe evidencia de que el tamaño de la empresa es uno de los factores más decisivos en sus probabilidades de supervivencia en cualquier periodo. En términos de generación de empleo, la creación de nuevas empresas es muy positiva, pero en la comparación entre pymes maduras y grandes empresas, estas últimas suelen acabar ganando en términos de creación y mantenimiento de puestos de trabajo.

¿Qué explica la escasez de grandes empresas en España? Existen factores de orden social o cultural que pueden proporcionar una explicación parcial. Pero la menor dimensión corporativa se deriva en gran medida de un entorno institucional que dificulta la expansión de la actividad empresarial. Las rigideces del mercado laboral, los dilatados y dificultosos trámites burocráticos, la normativa fiscal y contable, la disparidad de normas entre los distintos niveles administrativos o una cierta inseguridad jurídica en determinados casos entorpecen el desarrollo corporativo. A nivel de las propias empresas, se echa en falta a veces una mayor ambición, una orientación hacia la eficiencia, un uso más intenso de las nuevas tecnologías y un esfuerzo incrementado por incorporar la innovación y la investigación y desarrollo en la estrategia de gestión. Sería importante también contar con una mayor disponibilidad para compartir proyectos empresariales de calado.

En este sentido, las políticas de apoyo a las pymes son pertinentes y pueden contribuir a compensar las desventajas del tamaño. Ello es especialmente claro en el plano de la financiación, donde la pyme se enfrenta a grandes dificultades para acceder a los recursos externos. Ampliar el acceso a financiación estable de largo plazo tanto de capital como de deuda, optimizando la estructura del pasivo, reporta beneficios no solo a las pymes sino al conjunto de la economía.

Sin embargo, algunas políticas pueden convertirse en obstáculos para que la dimensión de las empresas aumente. Hay estudios que demuestran que determinadas regulaciones orientadas a favorecer a las pymes, en el ámbito laboral o en el fiscal, por ejemplo, desincentivan el aumento de la dimensión de la empresa, que opta por no superar la dimensión legal establecida para no perder las ventajas regulatorias. Cabe, por tanto, abogar por políticas que apoyen activa y eficazmente las nuevas iniciativas emprendedoras, pero también por aquellas que permitan a estas iniciativas consolidarse y progresar, favoreciendo una mayor dimensión, que es un mecanismo potente para conseguir avances en la productividad y, por tanto, en la competitividad general de la economía.

RESUMEN EJECUTIVO

La incipiente mejoría de la coyuntura mundial vuelve a ponerse en cuestión.

El FMI contempla una ralentización de la actividad en 2012, seguida de una débil reactivación en 2013.

Estados Unidos confirma su recuperación, pero el ritmo es muy pausado.

Sensación de fragilidad

Durante el mes de abril, algunos de los pilares que empezaban a dar soporte a una incipiente pero prometedora mejoría del escenario económico-financiero se han tambaleado. En primer lugar, los datos de coyuntura económica pierden fuelle en China y Estados Unidos, los dos grandes motores de la economía mundial. En segundo lugar, rebrota de nuevo el nerviosismo en torno a la crisis de la deuda en la periferia de la eurozona, esta vez centrado en España. Estos factores no hacen más que minar la todavía frágil confianza de los inversores. Su comportamiento gira una vez más hacia la búsqueda de opciones de inversión en las que prime la seguridad frente a la rentabilidad.

Lógicamente, este cambio de conducta se ha traducido en una pérdida de valor de los activos con riesgo, que ha incidido de manera especialmente intensa sobre la renta variable española. Los próximos meses serán cruciales, habida cuenta de las citas electorales en Francia y Grecia, junto a la implementación en España de las medidas de ajuste. En cualquier caso, seguimos abocados a una situación de fragilidad que probablemente va a persistir más tiempo de lo deseable.

Algo así se desprende del informe de perspectivas de primavera del Fondo Monetario Internacional (FMI). En este se contempla una ralentización en 2012 que debería ir seguida de una débil recuperación en 2013. El buen comportamiento de la economía estadounidense y la implementación de políticas de urgencia en la eurozona han reducido el riesgo de una recaída abrupta y hacen que la ralentiza-

ción sea menor de lo que se esperaba en enero. Pero mientras se confía en que la actividad continúe siendo sólida en las economías emergentes, la insuficiencia de demanda en las economías avanzadas obliga a calibrar las políticas teniendo en cuenta la necesidad de apoyar el crecimiento.

Según el FMI, los riesgos siguen estando sesgados a la baja. El principal es una escalada de la crisis de la eurozona. En segundo lugar, las tensiones geopolíticas podrían propiciar un encarecimiento del petróleo. En tercer lugar, el tamaño de la deuda pública de países como Estados Unidos y Japón podría añadir tensiones a los mercados de bonos. Respecto a las políticas a seguir, el FMI estima que, dada la debilidad del crecimiento en las economías avanzadas, los países con capacidad de maniobra deberían reconsiderar el ritmo de la consolidación fiscal, dejando espacio para políticas de apoyo a la demanda.

Los datos disponibles en lo que va de año reafirman esta impresión de fragilidad. La economía estadounidense está viviendo un inicio de 2012 notablemente mejor de lo que se esperaba hace pocos meses. Sin embargo, si bien la recuperación es sólida, es más modesta de lo que los números sugieren. El sector privado no acaba de tomar el relevo de las políticas expansivas y el crecimiento para el conjunto de 2012 no irá mucho más allá del 2%.

Es significativa la evolución del mercado laboral estadounidense, en el cual las mejoras son patentes, pero a un ritmo muy lento. En dos años se ha recuperado el 41% de los empleos que se perdieron durante la crisis, con lo que de seguir el ritmo actual se tardarían tres años en poner el contador

a cero. Esta lentitud tiene dos consecuencias indeseables. Primero, retrasa la recuperación de los salarios, que acostumbra a llegar después de que aumenten las contrataciones y las horas trabajadas. Sin una recuperación de salarios, los ingresos no pueden ir arriba y culminar el relevo de los estímulos públicos por el sector privado. Segundo, un problema coyuntural de falta de demanda corre el riesgo de convertirse en estructural, dada la alta proporción de desempleados de larga duración, que son los más difíciles de recolocar.

Por su parte, el PIB de China, la segunda economía mundial, creció un 8,1% interanual en el primer trimestre del año, por debajo del 8,9% del trimestre anterior y de las previsiones del consenso. La moderación de la demanda externa por la debilidad de las economías avanzadas, especialmente la europea, es el principal factor de esta ralentización. Aun así, todavía contemplamos un aterrizaje suave de China. El recorrido de la demanda interna le permitirá mantener una elevada tasa de crecimiento, con un avance cercano al 8% en 2012, aunque los riesgos son a la baja. Una desaceleración mayor de la prevista en Europa (destino del 21% de las exportaciones de mercancías) tendría un impacto significativo sobre el ritmo de avance del país.

Y es que Europa es ahora mismo el eslabón más débil de la cadena de la recuperación mundial. El FMI ha rebajado su previsión de crecimiento de la eurozona para 2012 en dos décimas, hasta una contracción del 0,3% interanual. La previsión se basa en una primera parte del año en la que se producirá un moderado retroceso de la economía, mientras que en el segundo semestre se espera una cierta recuperación. En los países que han sido intervenidos, como Grecia y Portugal, o aquellos cuyas primas de riesgo soberano permanecen muy altas, como Italia y España, la recesión será más intensa y solo se prevé la recuperación de estas economías a partir de 2013. Las esperanzas sobre la mejora de la economía

durante el segundo semestre se basan en los indicadores avanzados de coyuntura económica publicados durante los meses de enero y febrero. Estos presentaban en su conjunto una mejoría con respecto al cuarto trimestre del año pasado. Sin embargo, durante las últimas semanas esta mejora incipiente se ha truncado en algunos indicadores, no solo porque se ha frenado la velocidad de recuperación de los mismos, sino porque en algunos casos han reflejado un deterioro.

El factor decisivo en la debilidad de buena parte de las economías de la eurozona, y de fuera de ella, es el temor a que los ajustes exigidos para el saneamiento de las haciendas públicas intensifiquen el estancamiento o la recesión, en una espiral de difícil solución. Una nueva ola de desconfianza se ha desatado en abril, después de desvanecerse rápidamente el efecto de las subastas del Banco Central Europeo (BCE), realizadas en diciembre y enero. En los mercados de crédito europeos, ello se ha traducido en un aumento de los costes de financiación pública al surgir de nuevo dudas sobre la capacidad de algunos países para cumplir con los objetivos presupuestarios impuestos desde Bruselas, especialmente en el caso de España y también de Italia y, en menor medida, de Francia.

Como consecuencia, los inversores se decantan nuevamente por la rentabilidad segura, aunque escasa, que obtienen con la compra de deuda pública a largo plazo norteamericana y alemana. Los principales atractivos de esta deuda son la elevada solvencia de ambos países, unas perspectivas económicas relativamente sólidas y un entorno de gran laxitud monetaria. En Estados Unidos, la rentabilidad de la deuda pública a 10 años se sitúa de nuevo por debajo del 2%. Este movimiento ha sido provocado, además de por el repunte de las tensiones crediticias de la eurozona, por la percepción entre muchos analistas de que los mensajes de los representantes de la Reserva Federal, el banco central estado-

El crecimiento chino se contiene más de lo esperado.

Recesión moderada en Europa, en un entorno de ajuste del gasto público.

Nueva ola de desconfianza sobre la deuda soberana en abril.

La deuda española, víctima de las tensiones financieras.

¿Es posible reducir el déficit público cuando la economía se halla en recesión?

Un plan creíble de consolidación fiscal a medio plazo ayudaría a recobrar la confianza.

unidense, apuntan a nuevos estímulos monetarios durante los próximos meses.

En el caso de España, el tira y afloja sobre el objetivo de déficit público para este año (finalmente establecido en el 5,3% del PIB) y la presentación de los Presupuestos del Estado para 2012 han desembocado en un aumento de las tensiones financieras por temor a que la economía pudiera entrar en una espiral de ajuste del gasto y de recesión económica. Esta circunstancia se ha traducido en un repunte de la rentabilidad del bono español a 10 años hasta el 6%. Adicionalmente, el deterioro de la deuda de España ha sido paralelo a un aumento de la prima de riesgo de Italia y Francia. No obstante, el BCE y algunos de los Gobiernos de la eurozona han apelado a la calma de los inversores, señalando que desde el punto de vista del análisis fundamental los ataques que han sufrido estas economías son injustificados. A la vista de los resultados de las recientes colocaciones en el mercado primario de deuda pública realizadas por España, Italia y Francia, parece que las presiones en el mercado se han contenido, aunque el grado de tensión sigue siendo muy elevado.

El problema, cada vez más evidente en el caso de España, pero también en otros países, es que es muy difícil reducir el déficit cuando la economía cae en recesión. Los cálculos del Banco de España, a la espera de las cifras oficiales del Instituto Nacional de Estadística, confirman algo ya conocido, y es que la economía española vuelve a estar en recesión, la segunda en poco más de dos años. De acuerdo con lo adelantado por el banco emisor, el PIB cayó en el primer trimestre de 2011 un 0,4% intertrimestral, hasta situar su tasa de variación interanual en terreno negativo, un -0,5%. El buen comportamiento del sector exterior no fue suficiente para compensar la debilidad de la demanda interna y la falta de inversión. El tono recesivo de la actividad podría acentuarse en los próximos meses, ya que la presentación de los Presupuestos del

Estado 2012, que determinan en buena medida el ritmo de la actividad el resto del año, además de ser los más austeros desde el inicio de la crisis, no parece haber conseguido, por el momento, eliminar las incertidumbres que rodean el proceso de consolidación fiscal y reimpulsar la confianza.

El empeoramiento del mercado laboral en el primer trimestre, la caída de la renta bruta disponible y la pérdida de poder adquisitivo (los salarios se incrementan por debajo de la inflación y suben los tipos del impuesto sobre la renta de las personas físicas) se suman al clima de incertidumbre y han precipitado la caída de la confianza del consumidor. En marzo, el índice de confianza del consumidor cayó hasta los niveles de la primavera de 2009 y en los últimos tres meses acumula un deterioro de más de 13 puntos. Una disminución tan rápida de la confianza del consumidor solo se había producido con anterioridad en 2008. Por el lado de la oferta, los indicadores correspondientes a los tres primeros meses del año tampoco son nada halagüeños. El índice de producción industrial mantiene un ritmo de descenso del 5% anual; las ventas minoristas también empeoraron en el trimestre, mientras que los indicadores de confianza de la industria y la construcción siguen una tendencia negativa, al igual que los datos sobre electricidad o tráfico aéreo de pasajeros.

El anuncio de un plan creíble de consolidación fiscal a medio plazo es imperativo de cara a recobrar la confianza. Una mejora permitiría no solo la relajación de los tipos de financiación del Estado, sino el retorno de flujos de inversión y emprender el camino de vuelta al crecimiento. España presentará próximamente el Programa de Estabilidad, donde deben detallarse las medidas para los próximos tres años. Una definición clara de la vía para reducir el déficit hasta el 3% en 2013 sería un paso muy importante para empezar a recuperar la credibilidad.

26 de abril de 2012

CRONOLOGÍA

2011

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 El 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 . 30 El Gobierno aprueba el proyecto de Presupuestos Generales del Estado para 2012 , que incluyen un ajuste total de 27.300 millones de euros.
abril	2 El Gobierno aprueba el copago farmacéutico para los pensionistas y el aumento de las tasas universitarias para recortar 10.000 millones de euros en sanidad y educación.

AGENDA

Mayo

- 3** Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 4** Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (abril).
- 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).

Junio

- 4** Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (mayo).
- 6** Índice de producción industrial (abril).
- 13** Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 14** IPC (mayo).
- 15** IPC armonizado de la UE (mayo).
- 20** Coste laboral (primer trimestre).
- 22** Comercio exterior (abril).
- 25** Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 26** Precios industriales (mayo).
- 28** Ingresos y gastos del Estado (mayo).
- 29** Avance IPC (junio).
- Balanza de pagos (abril).

COYUNTURA INTERNACIONAL

El FMI espera un crecimiento global del 3,5% para 2012 y del 4,1% para 2013. Siguen los riesgos a la baja.

La fragilidad del crecimiento obliga a mantener políticas de apoyo a la demanda.

Previsiones del FMI: ralentización con una luz al final del túnel

En su informe de perspectivas de la economía mundial de abril, el Fondo Monetario Internacional (FMI) ve una ralentización en 2012 que debería ir seguida de una débil recuperación en 2013. El buen comportamiento de la economía estadounidense y la implementación de políticas de urgencia en la eurozona han reducido el riesgo de una recaída abrupta y hacen que la ralentización sea menor de lo que se esperaba en enero. Pero la fragilidad de la recuperación continúa. Mientras se espera que la actividad continúe siendo sólida en las economías emergentes, la insuficiencia de demanda en las economías avanzadas obliga a calibrar las políticas teniendo en

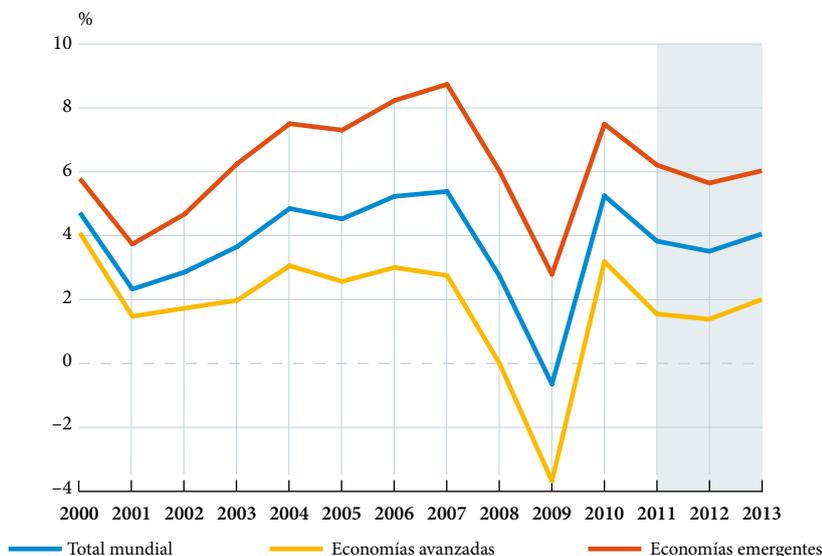
cuenta la necesidad de apoyar el crecimiento.

El crecimiento global para 2012 se ralentiza hasta el 3,5%, algo por encima de las previsiones de enero, mientras que para 2013 se espera una mejora del crecimiento hasta el 4,1%. La recuperación es desigual. Las economías avanzadas crecerán, según el Fondo, un 1,4% en 2012 para recuperar algo de vigor en 2013 con un avance del 2,0%. Por su parte, las economías emergentes crecerán en 2012 y 2013 un 5,7% y un 6,0%, respectivamente.

Según el FMI, la crisis de la eurozona tendrá efectos notables en el resto de Europa pero, si no se produce una intensificación, los efectos sobre la actividad del resto de

RALENTIZACIÓN SEGUIDA DE UNA TENUE RECUPERACIÓN

Variación interanual del producto interior bruto



NOTA: 2011, 2012 y 2013 son previsiones.
FUENTE: Fondo Monetario Internacional.

PREVISIONES DEL FMI

Variación anual en porcentaje (*)

	PIB		Precios de consumo		Tasa de paro (**)	
	2012	2013	2012	2013	2012	2013
Estados Unidos	2,1	2,4	2,1	1,9	8,2	7,9
Japón	2,0	1,7	0,0	0,0	4,5	4,4
China	8,2	8,8	3,3	3,0	4,0	4,0
Alemania	0,6	1,5	1,9	1,8	5,6	5,5
Francia	0,5	1,0	2,0	1,6	9,9	10,1
Italia	-1,9	-0,3	2,5	1,8	9,5	9,7
Reino Unido	0,8	2,0	2,4	2,0	8,3	8,2
España	-1,8	0,1	1,9	1,6	24,2	23,9
Zona del euro	-0,3	0,9	2,0	1,6	10,9	10,8
Economías avanzadas	1,4	2,0	1,9	1,7	7,9	7,8
Países en desarrollo	5,7	6,0	6,2	5,6	...	...
<i>América Latina</i>	3,7	4,1	6,4	5,9	...	...
<i>Europa del Este y Central</i>	1,9	2,9	6,2	4,5	...	...
<i>Asia emergente</i>	7,3	7,9	5,0	4,6	...	...
Total mundial	3,5	4,1	4,0	3,7	...	...
Comercio mundial en volumen (***)	4,0	5,6				

NOTAS: (*) Previsiones de abril de 2012.

(**) Porcentaje sobre población activa.

(***) Bienes y servicios.

FUENTE: Fondo Monetario Internacional.

las economías no serán mayores. Para el Fondo, políticas fiscales y monetarias de apoyo a la demanda como las operaciones de refinanciación a tres años impulsadas por el Banco Central Europeo o la extensión de las exenciones fiscales a las nóminas y del seguro de desempleo en Estados Unidos han contribuido a reducir los riesgos de recaída. Asimismo, muchas economías avanzadas han hecho progresos en el diseño y la implementación de programas de consolidación fiscal a medio plazo.

Los riesgos siguen estando sesgados a la baja. El principal riesgo es el de una escalada de la crisis de la eurozona. En segundo lugar, las tensiones geopolíticas podrían propiciar un encarecimiento del petróleo. En tercer lugar, el tamaño de la deuda pública de países como Estados Unidos y Japón podría añadir tensiones a los merca-

dos de bonos. Respecto a las políticas a seguir, el Fondo estima que, dada la debilidad del crecimiento en las economías avanzadas, los países con capacidad de maniobra deberían reconsiderar el ritmo de la consolidación fiscal, dejando sitio para políticas de apoyo a la demanda. Asimismo, hay que constatar que los planes de consolidación fiscal en Estados Unidos y Japón necesitan una mayor definición.

Estados Unidos: una recuperación a la busca del vigor

La economía estadounidense está viviendo un inicio de 2012 notablemente mejor de lo que se esperaba hace dos meses. Al cierre de este Informe, el Departamento de Comercio anunció que el crecimiento del producto interior bruto (PIB) del primer

Estados Unidos crece un 0,6% en el primer trimestre.

ESTADOS UNIDOS: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2010	2011	2011			2012	
			II	III	IV	I	Abril
PIB real	3,0	1,7	1,6	1,5	1,6	2,1	-
Ventas al por menor	6,4	7,7	7,8	8,0	7,0	6,4	...
Confianza del consumidor (1)	54,5	58,1	61,8	50,3	53,6	67,8	...
Producción industrial	5,4	4,1	3,6	3,3	4,0	4,3	...
Índice actividad manufacturera (ISM) (1)	57,3	55,2	56,6	52,1	52,4	53,3	...
Viviendas iniciadas	5,6	4,3	-4,9	5,3	24,4	18,0	...
Tasa de paro (2)	9,6	9,0	9,0	9,1	8,7	8,3	...
Precios de consumo	1,6	3,2	3,4	3,8	3,3	2,8	...
Balanza comercial (3)	-500,0	-560,0	-534,0	-537,6	-560,0	...	...
Tipo de interés interbancario 3 meses (1)	0,3	0,3	0,3	0,3	0,5	0,5	...
Tipo de cambio efectivo nominal (4)	75,4	70,9	69,6	69,8	72,4	72,9	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 estancamiento de los ingresos hace prever una moderación de la expansión.

trimestre de 2012 fue del 0,5% intertrimestral, un 2,1% interanual que mantiene el vigor con el que se acabó 2011. Sin embargo, si bien la recuperación es sólida, es más modesta de lo que esos números sugieren. El sector privado no acaba de tomar el relevo de las políticas expansivas y el crecimiento para el conjunto de 2012 no debería ir mucho más allá del 2,0%. La crisis de la eurozona y el precio del petróleo siguen siendo factores de incertidumbre.

Las razones de la moderada intensidad del crecimiento hay que buscarlas en los componentes que más han contribuido a los últimos avances: el incremento de las existencias y el consumo privado. Mientras que las existencias obedecen a una naturaleza fluctuante, la pujanza del consumo privado, un componente que representa el 71,0% del total de la economía, debería ir perdiendo fuerzas para volver paulatinamente a una senda de crecimientos en el rango 1,5-2,0%.

Esto es así porque el poder adquisitivo de la renta disponible de los hogares está estancado desde enero de 2011, con un retroceso del 0,2% interanual en febrero. Asimismo, es difícil que en 2012 la recuperación del mercado laboral se traduzca en un aumento de las nóminas que venga a paliar esta situación y, sin crecimiento de ingresos, el crecimiento del consumo privado no es sostenible. Así, el consumo mantiene el tono a costa de una menor tasa de ahorro que, en febrero, se situó en el 3,7% de la renta disponible, un mínimo desde agosto de 2009 del que debería recuperarse en los próximos meses obedeciendo a la necesidad de reducción de la deuda de las familias. Así, el consumo debería replegarse hacia avances más moderados que, sin embargo, encontrarían soporte en las mejoras patrimoniales, ya sea por unas cotizaciones bursátiles más elevadas o por la relativamente favorable evolución del proceso de desapalancamiento, con una deuda de los hogares que acabó 2011 en el 112,7% de la renta disponible, una reduc-

ESTADOS UNIDOS: MÁS CONSUMO Y MENOS INGRESOS

Variación interanual del consumo y la renta disponible en los hogares en términos reales



FUENTES: Federal Reserve y elaboración propia.

ción de 17,3 puntos porcentuales respecto al máximo nivel de 2009.

Los últimos indicadores de gasto de consumo también apuntan hacia este patrón de crecimiento vigoroso con tendencia a la moderación. Las ventas al por menor, sin coches ni gasolina, se incrementaron un 5,7% interanual, con un primer trimestre que presentó un avance del 1,2% intertrimestral en términos reales, consistente con el robusto comportamiento de las cuentas nacionales. Sin embargo, una parte importante de la mejora fue debida a un invierno especialmente benigno, lo que hace que en los próximos meses pueda darse un cierto efecto de compensación. También abunda en la misma línea el índice de confianza del consumidor del Conference Board, que en marzo descendió ligeramente hasta el nivel de los 70,2 puntos, poniendo un hiato en su marcha ascendente cuando todavía se encuentra netamente por debajo de la media histórica.

En un contexto más alcista, el sentimiento empresarial es coherente con crecimientos superiores, del orden del 3%, y es de prever que la inversión en capital productivo mantenga en 2012 gran parte del vigor del año pasado, aunque la evolución de marzo fue desigual. Así, el índice de actividad del Institute for Supply Management (ISM) de manufacturas dio la de cal subiendo un punto hasta el nivel de los 53,4 puntos. Sin embargo, el índice de servicios, que representan el 86,2% de los empleos y dos tercios del consumo privado, vino a dar la de arena descendiendo desde los 57,3 a los 56,0 puntos.

El mercado laboral da una imagen fiel del momento de la recuperación. Las mejoras están, pero son lentas e insuficientes. Así, la creación de empleo continúa avanzando, con la adición de 120.000 empleos netos en marzo, una cifra relativamente modesta que puede obedecer a cierta compensación por los registros excesivamente alcistas de enero y febrero. La tasa de paro

El repunte del consumo obedece en parte a factores temporales.

Los empresarios siguen siendo más optimistas que los consumidores.

ESTADOS UNIDOS: LA CONFIANZA PERDIDA NO ACABA DE VOLVER

Índice de confianza de los consumidores



FUENTES: Conference Board, Thomson Reuters Datastream y elaboración propia.

El paro disminuye hasta el 8,2%, pero las mejoras del mercado laboral van excesivamente lentas.

volvió a descender en marzo, quedando en el 8,2%, una décima por debajo de la lectura de febrero. Una gran parte del descenso se debe a una reducción de la población activa, a causa del incremento de trabajadores desanimados. La mejora del mercado de trabajo, empero, es real, ya que el número de subempleados, que trabajan involuntariamente a tiempo parcial, ha bajado de 9,1 a 7,6 millones entre septiembre de 2011 y marzo de 2012 y las horas trabajadas semanales están cerca del promedio histórico.

El problema es que la mejoría va lenta. Estados Unidos ha recuperado en dos años un 40,7% de los empleos que se perdieron durante la crisis, con lo que, de seguir el ritmo actual, se tardarían tres años en poner el contador a cero. Esta lentitud tiene dos consecuencias indeseables. En primer lugar, se retrasa la recuperación de los salarios, que acostumbra a llegar después de que aumenten las contrataciones y las horas trabajadas. Sin una recuperación de salarios, los ingresos no pueden ir arriba y culminar el relevo de los estímulos públi-

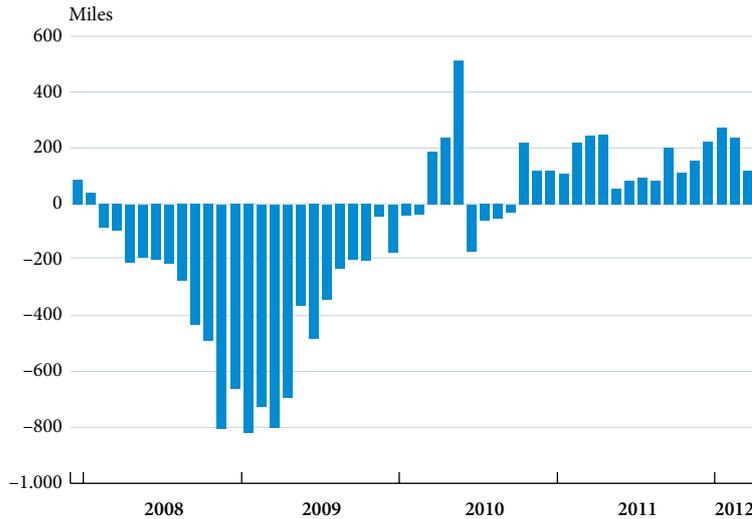
El IPC sube un 2,7%, y el subyacente un 2,3%, pero la tendencia de 2012 sigue siendo de moderación.

cos por el sector privado. En segundo lugar, un problema coyuntural de falta de demanda corre el riesgo de convertirse en estructural, dada la alta proporción de desempleados de larga duración, que son los más difíciles de recolocar.

Ante esta tesitura, la Reserva Federal se mantiene cauta. El escenario central es el de mantener la actual política monetaria, con los tipos de interés en mínimos. No debe descartarse, empero, la posibilidad de nuevas expansiones cuantitativas en caso de que el mercado de trabajo mostrase síntomas de flaqueza. En el haber, la inflación sigue moderada y, en los actuales niveles, deja margen de actuación a la Fed. El índice de precios al consumo (IPC) de marzo subió un 2,7% interanual –2,9% en febrero– y, de seguir el petróleo en los niveles actuales, debería seguir moderándose hasta quedar cerca del 2,2% a finales de año. Por su parte, el IPC subyacente, que excluye los precios energéticos y los de alimentación, subió un 2,3% interanual –2,2% en febrero– que retrasa momentáneamente la esperada moderación de los precios.

ESTADOS UNIDOS: EL EMPLEO, ADELANTE DESPUÉS DEL REPUNTE

Creación (+) o destrucción (-) mensual neta de empleo no agrícola



FUENTES: Departamento de Trabajo y elaboración propia.

También se retrasa la recuperación del mercado de la vivienda, afectado por la persistente sobreoferta, que podría alargarse hasta bien entrado 2013. Los precios siguen descendiendo, aunque cada vez menos. El índice Case-Shiller de viviendas de segunda mano acumuló en enero un descenso del 7,5% respecto a junio de 2010, que fue cuando se retomó la senda bajista. En lo que se refiere a la actividad, los precios razonables en comparación con el ingreso medio de los hogares y las ejecuciones de hipotecas por impago traen repuntes de las ventas que no alcanzan a tener continuidad. Más indicativa de la tendencia general, la construcción retrocedió ligeramente en marzo, con 654.000 viviendas iniciadas, en términos anuales, perpetuando un nivel que queda muy lejos de los 1,5 millones de promedio del periodo 1995-2000, anterior a la burbuja. Y es que los 12 millones de hogares cuya deuda hipotecaria supera el valor de su vivienda son una losa pesada. A la vista de la insuficiencia del programa gubernamental de modificación de hipotecas, que intentaba alargar plazos y reducir o atrasar los pagos de intereses, el Federal Housing Finance

Board prevé extenderlo con reducciones efectivas de la deuda hipotecaria pendiente de estos hogares. Un cambio al que da soporte el FMI, en su informe de perspectivas económicas de abril.

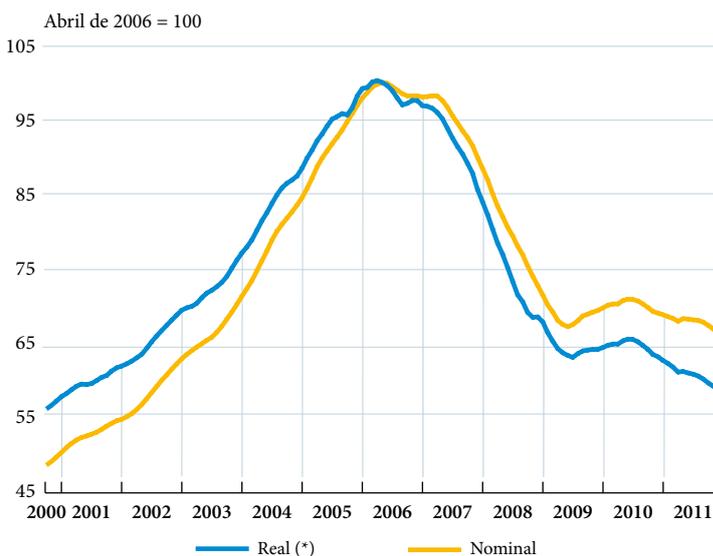
En el sector exterior no se esperan importantes contribuciones al crecimiento, dada la situación de la demanda global. Sin embargo, la balanza comercial de bienes y servicios de febrero tuvo una ostensible mejora, descendiendo hasta los 46.025 millones de dólares, una reducción de 6.500 millones que se explica en su práctica totalidad por la disminución de las importaciones de China, que podría obedecer al parón del Año Nuevo chino. Por su parte, las exportaciones permanecieron invariadas respecto a enero, evidenciando el escaso recorrido al alza en la coyuntura actual. El precio del petróleo sigue, empero, siendo una incertidumbre, no ya para el sector exterior, sino para el conjunto de la economía, por los efectos que pudiera tener en la renta disponible de los hogares. Lo que ha cambiado en marzo es que el riesgo es ahora simétrico, ya que no puede descartarse que el incremento de produc-

El precio de la vivienda sigue tanteando el fondo, pero la recuperación esperará hasta finales de 2013.

El déficit comercial se reduce temporalmente por el descenso de las importaciones chinas.

ESTADOS UNIDOS: LA VIVIENDA, ¿PARA CUÁNDO LA RECUPERACIÓN?

Valor del índice Case-Schiller del precio de la vivienda



NOTA: (*) El índice real se obtiene descontando los incrementos del IPC.

FUENTES: Standard and Poor's y elaboración propia.

Japón espera un primer trimestre expansivo.

ción de Arabia Saudí traiga un mayor abaratamiento del petróleo que tiraría al alza del crecimiento estadounidense.

Japón: reconstrucción contra deflación

La economía nipona espera un relativamente robusto primer trimestre de 2012, después de haber acabado 2011 en un bajo tono. El crecimiento esperado para el conjunto de 2012 es del 1,7%. La reciente iniciativa del Banco de Japón de establecer un objetivo explícito de inflación del 1%, acompañada de una expansión cuantitativa de 10 billones de yenes (un 2,1% del PIB), podría estar contribuyendo a la depreciación del yen –que desde septiembre lleva perdido un 6,8% respecto al dólar– y al fortalecimiento de la recuperación económica.

Coincidente con esta expectativa alcista, la producción industrial ha venido recuperándose en los últimos meses, a pesar del

leve retroceso de febrero. El índice general se sitúa un 4,2% por debajo del nivel de febrero de 2011, previo al terremoto y al tsunami –después de haber llegado a perder un 16,2%. Mejor lectura presenta aún la producción industrial de bienes de consumo, que ya ha alcanzado el nivel de febrero de 2011. La percepción empresarial sigue siendo de cautela, empero, con un índice Tankan para grandes empresas manufactureras que en el primer trimestre repitió el nivel de menos 4,0 puntos, que se corresponde con crecimientos bajos.

Pero la verdadera asignatura pendiente de la economía nipona es acabar con la deflación, que ha convertido en costumbre que los consumidores esperen precios cada vez más bajos. Sin embargo, el aumento global de los precios energéticos, exacerbado por los intentos de desnuclearización del país, está imponiendo una presión alcista en los costes industriales que se está trasladando a los precios de consumo. Así, el IPC de febrero se incrementó en un 0,3% interanual, el mayor desde diciembre de 2008.

La producción industrial se recupera y queda cerca de los niveles anteriores al tsunami.

JAPÓN: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2011	2012	2011				2012		
			I	II	III	IV	Enero	Febrero	Marzo
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	3,4	...
Producción industrial	16,6	-2,3	-1,9	-6,7	-0,6	0,0	-1,5	-4,2	...
Índice de actividad empresarial (Tankan) (1)	0,0	-1,3	6,0	-9,0	2,0	-4,0	-	-4,0	-
Viviendas iniciadas	2,7	2,6	2,9	4,6	8,0	-4,8	-1,4	7,4	...
Tasa de paro (2)	5,1	4,6	4,8	4,6	4,4	4,5	4,6	4,5	...
Precios de consumo	-0,7	-0,3	-0,5	-0,4	0,1	-0,3	0,1	0,3	...
Balanza comercial (3)	7,9	-1,6	6,5	3,4	1,3	-1,6	-2,7	-3,2	...
Tipo interbancario 3 meses (4)	0,39	0,34	0,34	0,34	0,3	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	111,6

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.

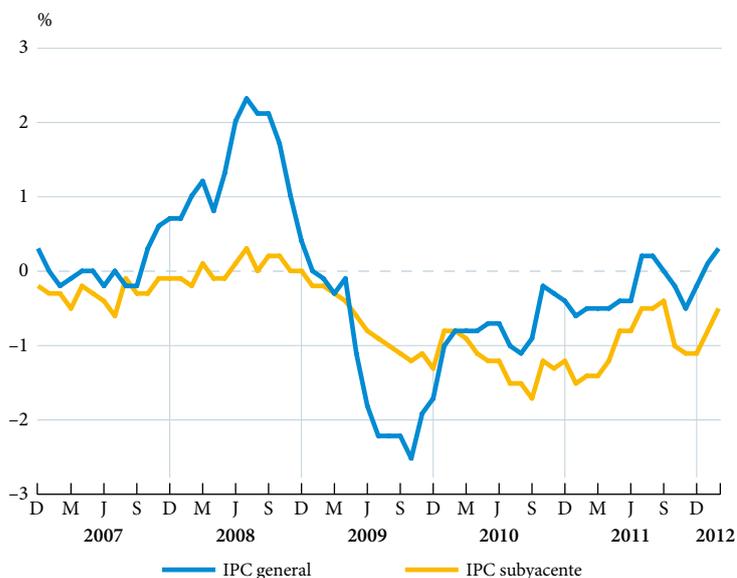
Asimismo, el IPC subyacente, el general sin energía ni alimentos, registró su segunda subida intermensual reduciendo al 0,5% su retroceso interanual.

Los esfuerzos de reconstrucción, el encarecimiento de la factura energética y la ralentización de la demanda global hacen que continúe el déficit comercial que, en

Los precios suben por primera vez desde 2008, mientras que el déficit comercial marca otro máximo.

JAPÓN: ¿PODRÍA SER ESTE EL FIN DE LA DEFLACIÓN?

Variación interanual del índice de precios al consumo



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

China modera su avance con un crecimiento del 8,1% interanual el primer trimestre de 2012.

los últimos 12 meses hasta marzo, llegó al máximo histórico de 4,7 billones de yenes. El crecimiento del 1,2% interanual de las exportaciones de marzo contrasta con el avance importador del 6,3%.

China: ralentización no preocupante

El PIB de la segunda economía mundial creció un 8,1% interanual el primer trimestre del año, por debajo del 8,9% del trimestre anterior y de las previsiones del consenso. La moderación de la demanda externa por la debilidad de las economías avanzadas, especialmente la europea, es el principal factor de esta ralentización en China. En particular, las exportaciones crecieron un muy moderado 7,7% interanual en términos corrientes el primer trimestre de 2012, frente al 14,3% del último trimestre de 2011.

Aun así, nuestro escenario central sigue contemplando un aterrizaje suave de China. El recorrido de la demanda interna le permitirá mantener una elevada tasa de crecimiento, con un avance cercano al 8% en 2012, aunque los riesgos son a la baja. Una desaceleración mayor de la prevista en Europa (destino del 21% de las exportacio-

nes de mercancías) tendría un impacto significativo sobre el ritmo de avance del país.

El avance de la producción industrial y de las ventas al por menor correspondientes al mes de marzo refuerzan nuestro escenario de aterrizaje suave. Así, la producción industrial creció un 11,9% en marzo, por encima del 11,4% del primer bimestre. Las ventas al por menor subieron un 15,2% interanual en términos corrientes, también por encima del 14,8% bimestral. Por el contrario, la inversión en capital fijo avanzó un 20,9% los primeros tres meses del año, 0,6 puntos por debajo del acumulado hasta febrero.

Aunque todavía es pronto para emitir un juicio definitivo, la evolución de estos indicadores de actividad junto al deterioro del sector exterior son un leve indicio, aunque bienvenido, de que la economía china podría estar reequilibrando su patrón de crecimiento hacia una mayor preponderancia del consumo privado frente al sector exterior y la inversión en infraestructuras.

En este entorno de moderación de la actividad, la inflación en marzo subió hasta el 3,6%, ligeramente por encima del 3,2% de

Producción industrial y ventas al por menor avanzan favorablemente en marzo.

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	Marzo
PIB real	10,4	9,2	9,7	9,5	9,1	8,9	-	8,1	-
Producción industrial (*)	15,7	13,7	14,9	13,9	13,8	12,8	-	11,4	11,9
Producción eléctrica	14,0	10,9	12,1	12,0	10,8	8,9	-5,1	19,4	7,3
Precios de consumo	3,3	5,4	5,1	5,7	6,2	4,6	4,5	3,2	3,6
Balanza comercial (**)	184	156	167	172	170	156	178	154	160
Tipo de interés de referencia (***)	5,81	6,56	6,06	6,31	6,56	6,56	6,56	6,56	6,56
Renminbi por dólar	6,8	6,5	6,6	6,5	6,4	6,4	6,3	6,3	6,3

NOTAS: (*) El dato para febrero es el combinado enero-febrero.

(**) 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.

febrero por la volatilidad en el precio de los alimentos, que suponen algo más de un tercio del índice general de precios. Con todo, la cifra se encuentra por debajo del objetivo del 4% marcado por el ejecutivo y se espera que siga suavizándose a lo largo del año. Ello ha permitido relajar la política monetaria. A principios de año se redujeron los coeficientes de reservas y prevemos una disminución de tipos de interés en 50 puntos básicos a lo largo de 2012 que apoyarán el crecimiento del crédito y la demanda interna. En esta misma línea de apoyo al crecimiento, la política fiscal seguirá siendo activa. El moderado endeudamiento de la economía, aun teniendo en cuenta la deuda de los gobiernos locales, debería permitir reforzar la red de prestaciones sociales y seguir con un aceptable nivel de inversión en infraestructuras.

Por último, a mediados de abril, el banco central amplió la banda diaria de fluctuación permitida del renminbi frente al dólar del $\pm 0,5\%$ al $\pm 1\%$. De todas formas, ante la ralentización de la demanda externa, no esperamos que el ritmo de apreciación de la moneda china con respecto al dólar supere el 3% en 2012.

En definitiva, y a pesar de un posible mayor deterioro de las economías avanzadas, la leve moderación de China no parece alarmante y además algunos indicadores parecen insinuar un cambio hacia un mayor protagonismo del consumo privado. Veremos cómo evolucionan estos indicadores en los próximos meses.

Brasil: estímulos... y más estímulos

Tras el decepcionante registro de crecimiento de la segunda mitad de 2011 y ante la acumulación de indicios de que el primer trimestre de 2012 no será mucho mejor, las autoridades económicas brasileñas han optado por abrir aún más el grifo de los estímulos. A principios de abril, el Gobierno anunció un nuevo paquete de medidas dirigidas a alentar el gasto interno y que incluyen rebajas fiscales, facilidades de crédito y una serie de instrumentos para dar impulso a un sector industrial que sigue sin consolidar una senda de crecimiento robusto. Asimismo, la política comercial ha adoptado un cariz claramente más proteccionista, incluso considerándose la posibilidad de introducir

El Banco Central amplía la banda de fluctuación diaria del renminbi frente al dólar.

Las autoridades brasileñas tiran de estímulos para frenar la desaceleración.

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	Marzo
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	-2,5	-3,3	...
Confianza del consumidor (*)	159,7	156,4	161,8	155,4	153,2	155,2	158,3	170,2	164,4
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	5,2
Balanza comercial (***)	20,1	29,8	22,4	25,2	30,5	29,8	28,1	28,6	29,1
Tipo de interés SELIC (%)	10,00	11,79	11,75	12,25	12,00	11,00	10,50	10,50	9,75
Reales por dólar (*)	1,78	1,63	1,63	1,56	1,88	1,86	1,75	1,72	1,83

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.

El Banco Central de Brasil vuelve a reducir el tipo de interés de referencia otros 75 puntos básicos, dejándolo en el 9%.

nuevos aranceles para proteger a los sectores más expuestos a la competencia china, en especial el textil.

Por su parte, el Banco Central de Brasil volvió a reducir la tasa SELIC otros 75 puntos básicos y, por sorpresa, dejó la puerta abierta a más rebajas si la coyuntura económica lo exige. Su decisión, que deja la tasa de descuento en el 9%, casi en su mínimo nivel en quince años (8,75%), se basó en una progresiva moderación del avance de los precios –la tasa de inflación sigue retrocediendo, hasta el 5,85% en febrero–, la mencionada ralentización del ritmo de actividad y los riesgos a la baja que todavía amenazan el crecimiento económico global. De todos modos, y aunque no se anticipan excesivas presiones inflacionistas a corto plazo, la elevada indexación de salarios, las rigideces en los servicios y el giro más agresivamente expansivo de las políticas económicas mantendrán la tasa de inflación por encima del punto medio del rango objetivo en 2012 (4,5%). Ello, y el esperado repunte de la actividad en la segunda mitad del año, hacen prever que el fin de la senda de bajadas del tipo de interés de referencia no está muy lejos.

Aunque el nuevo arsenal de estímulos, añadidos a los que vienen introduciéndose desde mediados de 2011, puede aportar un balón de oxígeno a la industria, su impacto se anticipa marginal y transitorio puesto que no abordan la raíz del problema. Además de un real excesivamente sobrevalorado, la industria brasileña acusa una serie de ineficiencias estructurales que se traducen en elevados costes de producción y una baja competitividad. Y, desafortunadamente, por ahora, ni Dilma Rousseff ni su equipo de gobierno parecen estar por la labor de emprender las reformas necesarias para atajar dichas ineficiencias.

La economía mexicana encara un escenario de perspectivas económicas relativamente cómodas.

México: calma preelectoral

Los últimos indicadores coyunturales esbozan un escenario de perspectivas relativamente cómodo para la economía mexicana. El sentimiento de consumidores y productores es cada vez más optimista; la producción industrial registró un fuerte avance en febrero (5,9% interanual, frente al 4,3% de enero) y los índices de gestores de compras apuntan hacia el fortalecimiento del ciclo manufacturero. Ello refle-

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	Marzo
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	3,9	1,7	...
Confianza del consumidor (*)	86,3	91,7	92,1	90,7	93,7	90,3	95,4	93,6	93,4
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	4,6
Precios de consumo	3,9	3,2	3,5	3,3	3,4	3,5	4,0	3,9	3,7
Balanza comercial (***)	–3,0	–1,2	–1,5	0,0	–1,5	–1,2	–1,6	–1,4	...
Tipo de interés oficial de Banxico (%)	4,50	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	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.

ja el mejor tono, por un lado, de la demanda interna, que sigue recuperando fuelle a volandas del impulso del crédito, las remesas y el empleo; por otro, de una demanda externa que se beneficia de la progresiva mejoría de su vecino del norte.

En el ámbito de precios, todo apunta a que el brote inflacionista de finales de 2011, a raíz de un *shock* de oferta alimentaria y del impacto de la debilidad del peso sobre el componente subyacente, está amainando. Sin duda, la posición cíclica de la economía, con un crecimiento moderado por debajo de su potencial, ha contribuido a moderar el avance de los precios.

Este escenario macroeconómico facilita enormemente la labor de la autoridad monetaria que, ante un crecimiento sólido pero todavía comedido y en ausencia de presiones significativas sobre precios, puede permitirse mantener sin cambios la tasa de descuento, en el 4,5% vigente desde julio de 2009. De todos modos, sus últimos comunicados siguen desprendiendo un claro sesgo hacia una política monetaria más laxa derivado, sin duda, del contexto de extrema laxitud monetaria a nivel global.

El buen tono de la coyuntura económica también allana el terreno para que la campaña electoral desempolva propuestas de reformas estructurales de envergadura. En ese sentido, el gobernador del banco central, Agustín Carstens, emplazó recientemente y de forma explícita a los candidatos presidenciables a pensar seriamente en dichas reformas. Unas reformas que, según aventuró, si se llevan a cabo con éxito, pueden llevar a la economía mexicana a tasas de crecimiento cercanas al 5%, el doble de su crecimiento promedio de la última década.

¿Cambio de rumbo en el petróleo?

El petróleo retrocedió de forma nítida entre el 20 de marzo y el 20 de abril, con un retroceso del 4,7%, para quedar en los 118,60 dólares por barril (calidad Brent, para entregas a un mes). El crudo se sitúa así un 10,7% por encima del nivel de inicios de 2012, pero un 4,8% por debajo del nivel de hace un año, cuando la crisis libia ya había llegado a su punto álgido, lo que debería tener sus efectos tirando a la baja el IPC de la mayoría de las economías.

El precio del petróleo parece haber flexionado a la baja. El principal factor podría ser Arabia Saudí, que aumentó su producción hasta los 10 millones de barriles diarios, el máximo nivel en 30 años. Adicionalmente, la International Energy Agency prevé unas condiciones de demanda y oferta que favorecerían un abaratamiento mayor, pero que se ve obstaculizado por las tensiones que genera el programa nuclear iraní. Además, la debilidad de la eurozona tira hacia abajo la demanda de crudo.

El resto de las materias primas se sumó a la tendencia bajista del crudo. El índice CRB retrocedió un 3,0% entre el 20 de marzo y el 20 de abril, el mayor descenso desde mayo de 2010. Entre los metales, aluminio y níquel perdieron cerca de un 8,0%, mientras que el cobre cedió un 4,3%, afectado por la ralentización de China y por la revelación de un nivel de existencias del gigante asiático superior a lo que se pensaba. La excepción a los descensos fue el oro, que cedió un mínimo 0,4%. Entre los alimentos también predominaron las bajadas, con descensos en el precio del trigo, del azúcar y del café, siendo el arroz la excepción, con una apreciación del 1,9%.

El banco central sigue sin mover ficha pero su gobernador insta a abordar reformas estructurales de calado.

El petróleo cede un 4,7% en un mes y se sitúa por debajo del nivel del año pasado.

El cambio de dirección en las materias primas se confirma.

EVOLUCIÓN DE MATERIAS PRIMAS SELECCIONADAS (*)

Índice CRB



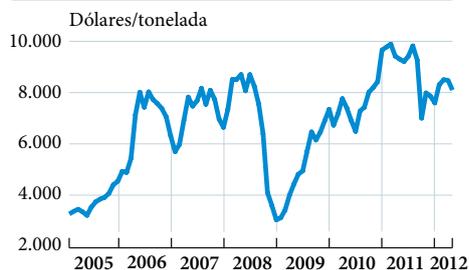
Petróleo Brent



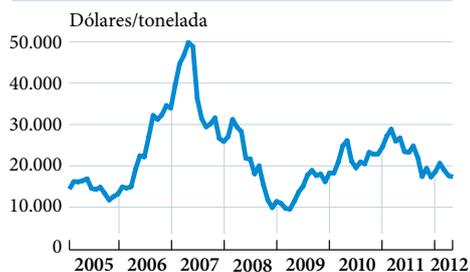
Oro



Cobre



Níquel



Trigo



NOTA: (*) Datos correspondientes al último día del mes (último dato, 20 de abril).

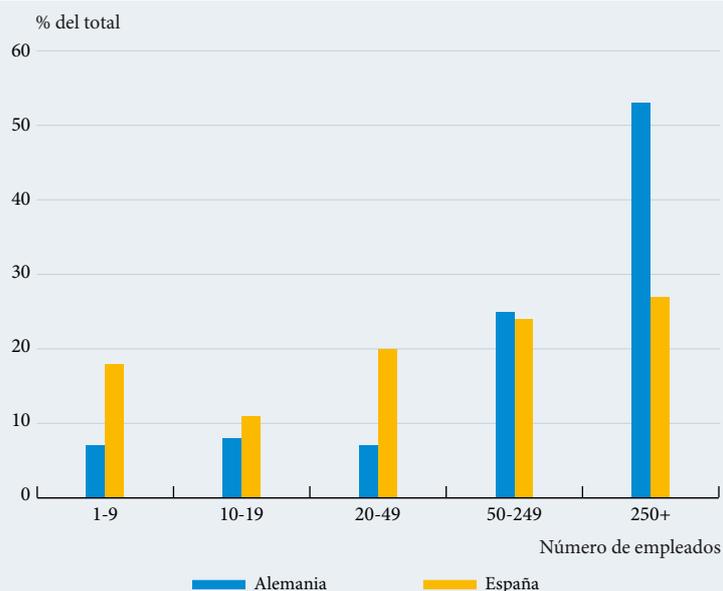
FUENTES: *The Economist*, Thomson Reuters Datastream y elaboración propia.

Empresa y productividad: una cuestión de tamaño

El tejido empresarial en España se caracteriza por una gran fragmentación, con una evidente prevalencia de pequeñas y microempresas y, en contrapartida, con un reducido número de compañías de gran tamaño. En parte, dicha distribución puede estar reflejando impedimentos para crecer o desventajas de ser grande, una cuestión para nada irrelevante cuando se ha demostrado que las empresas de mayor dimensión no solo tienden a ser más productivas sino también más propensas a exportar. En el contexto actual, de fuerte debilidad de la demanda interna, es esencial que nuestras empresas ganen cuota en el mercado interno y externo, y ello exige mejorar en productividad y ahorrar en costes. En definitiva, potenciar competitividad e internacionalización, dos elementos que se asocian positivamente al tamaño de la empresa. Por ello, este recuadro aboga por un entorno regulatorio que no solo fomente la creación de empresas, en sus inicios la mayoría de muy pequeño tamaño, sino también su crecimiento.

LA PYME EN ESPAÑA COPA LA MAYOR PARTE DEL EMPLEO

Distribución de empleados por tamaño de la empresa en el sector manufacturero



NOTA: A partir de últimos datos disponibles, correspondientes a 2007.

FUENTES: OCDE Structural and demographic business statistics y elaboración propia.

Desde una perspectiva internacional, la dimensión media de la empresa española representativa es inferior a la de otros países con un grado de desarrollo similar. Según datos recopilados por la OCDE, en el año 2007 operaban en España 3.305 empresas con más de 250 trabajadores –lo que se considera gran empresa–, sobre un total de 2.712.397 empresas. Dicha cifra es sensiblemente inferior a su equivalente en Alemania, por ejemplo, donde, en el mismo periodo, operaban 8.995 empresas de gran tamaño sobre un total de 1.818.909. En contrapartida, España destaca por ser uno de los países avanzados con un mayor peso de las microempresas o empresas con menos de 10 asalariados, las cuales representan un 93% del total de empresas *versus* el 83% en Alemania, que coincide con la media de la OCDE.⁽¹⁾

En términos de ocupación, las pequeñas y medianas empresas (menos de 250 empleados) copan el 78% del total de empleo en España, mientras que en Alemania solo emplean el 60,4% y en Estados Unidos, el 47,3%. Además, la distribución de empleo también muestra un claro sesgo hacia la microempresa –con el 38,3% del total, *versus* el 19% en Alemania o el 11% en Estados Unidos. Aunque las empresas industriales tienden a ser más grandes que las empresas de servicios, el sesgo español hacia la empresa de pequeña dimensión no puede atribuirse a un mayor peso del sector terciario. Si nos limitamos a la rama manufacturera, las pymes también se llevan la parte del león, con el 73% del empleo, y las empresas de menos de 20 trabajadores capturan el doble de trabajadores que en Alemania (29% *versus* 15%). La gran empresa manufacturera, en cambio, sólo emplea el 27% del total de empleo sectorial en España, *versus* el 53% en el país germano (véase gráfico anterior).

A estas alturas es un dato conocido y bien documentado que las empresas de mayor tamaño son más propensas a exportar.⁽²⁾ La razón principal no es otra que la presencia de costes fijos de entrada en la actividad exportadora,

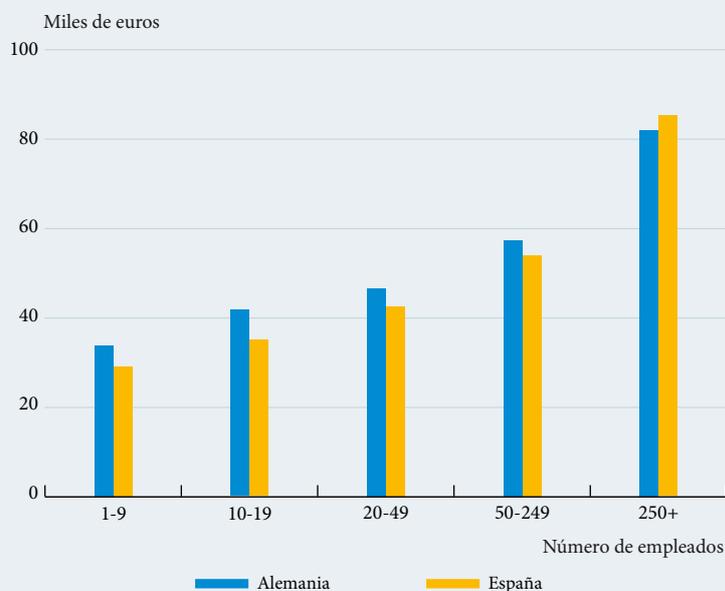
(1) Véase OCDE, *Entrepreneurship at a Glance*, 2011.

(2) Véase, por ejemplo, Bernard, Jensen, Redding y Schott, «Firms in International Trade», *Journal of Economic Perspectives*, 2007.

más fácilmente asumibles para una empresa de mayor tamaño. En España, durante el periodo 2001-2007, solo el 12% del total de empresas exportaron algún tipo de mercancía; sin embargo, entre las grandes empresas, un 57% lo hicieron *versus* solo un 2,9% de las microempresas.⁽³⁾ Asimismo, un estudio reciente concluye que, ante el colapso del comercio mundial en 2009, las empresas españolas que más dejaron de exportar eran, en general, más pequeñas. Los resultados también revelan que, en el caso de las grandes empresas, el ajuste del volumen exportado se produjo en mayor medida vía reducción del margen intensivo (es decir, del valor medio exportado) y no tanto vía margen extensivo (abandono del mercado), recurso por el que se decantaron, en cambio, las empresas de pequeña dimensión.⁽⁴⁾

LA GRAN EMPRESA ESPAÑOLA ES MÁS PRODUCTIVA QUE LA ALEMANA

Valor añadido bruto por empleado en empresas manufactureras



NOTA: A partir de los últimos datos disponibles, correspondientes a 2007.

FUENTES: OCDE Structural and demographic business statistics y elaboración propia.

Además de una mayor inclinación exportadora, las empresas de mayor tamaño también tienden a ser más productivas. La asociación positiva entre productividad y dimensión empresarial se explica, fundamentalmente, por la presencia de rendimientos crecientes a escala que permiten reducir progresivamente los costes unitarios a medida que aumenta el tamaño de la empresa. Según datos recopilados por la OCDE sobre la productividad en el sector manufacturero, las grandes empresas españolas son casi 3 veces más productivas que las microempresas y 1,6 veces más productivas que las de tamaño medio. Dichas diferencias en productividad por tamaño son comparables a las que se observan en otros países, como Alemania (véase gráfico anterior).

Esos mismos datos también descubren una regularidad que, de entrada, puede sorprender: cuando se comparan compañías de tamaño similar, la productividad de las empresas españolas no es muy distinta de la de sus homólo-

(3) Fuente: *Boletín Económico del Banco de España*, noviembre de 2010.

(4) Véase *Boletín Económico del Banco de España*, enero de 2012.

gas alemanas. De hecho, las grandes empresas españolas son incluso más productivas que las alemanas. En contrapartida, la micro y pequeña empresa son algo menos productivas en España. Ello sugiere que el diferencial entre la productividad media de las empresas manufactureras alemanas frente a las españolas (un 20% superior en Alemania) podría atribuirse al menor peso de la gran empresa en España.

En ese sentido, un ejercicio revelador consiste en calcular cómo cambiaría la productividad media del sector manufacturero en España si la distribución del empleo entre empresas de distintos tamaños fuera la misma que en Alemania. Los resultados exponen que, en ese caso, la productividad media española sería equivalente a la alemana. Si, en cambio, mantenemos la composición por tamaño actual de la empresa española pero suponemos que son igual de productivas que las empresas alemanas de dimensiones equivalentes, hallamos que la productividad media en España sería aún un 16% inferior a la del país germano. Por lo tanto, efectivamente, la menor productividad media en España en relación con Alemania puede explicarse, desde un punto de vista estrictamente contable, por un efecto de composición derivado de la excesiva fragmentación del tejido empresarial español y de su sesgo, en términos de empleo, hacia la pequeña empresa, que es menos productiva no solo en España sino en todas partes.

¿Qué explica, entonces, la escasez de grandes empresas en España? Todo apunta a que la menor dimensión de la empresa media se deriva tanto de rigideces y obstáculos en el entorno institucional y de mercado en el que operan las empresas –lo que dificulta su crecimiento–, como de factores sociales y culturales más amplios que limitan, de entrada, el horizonte de muchos proyectos empresariales. Véase «La dimensió empresarial a Catalunya: Situació, característiques, determinants i propostes», Consell Assessor per a la Reactivació Econòmica i el Creixement, Generalitat de Catalunya, diciembre de 2011. Dichos factores limitadores se exploran más a fondo en los recuadros «Crecer o no crecer, he ahí el problema», «¿Favorece la regulación laboral el crecimiento empresarial?» y «La financiación de las pymes en España: emergencia a corto, desafío a largo» de este mismo número. Los dos primeros examinan la influencia del entorno institucional sobre el crecimiento empresarial, mientras que en el tercero se aborda la relación entre acceso a financiación y tamaño de la empresa.

En definitiva, la gran empresa española es competitiva y, en los últimos años, ha demostrado un dinamismo exportador notable. El problema está en que dichas empresas todavía tienen un peso muy reducido en la economía. Ante la perspectiva de un gasto interno lastrado por los ajustes durante un periodo prolongado de tiempo, la mejor baza con la que cuenta la economía española para reencauzar el crecimiento es ganar cuota de mercado en el exterior. Ello exige, sí o sí, que un mayor número de nuestras empresas se suban al tren de la productividad y la internacionalización; y está claro que adquirir tamaño abarata el billete.

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

UNIÓN EUROPEA

El FMI rebaja la previsión de crecimiento para la eurozona.

La confianza de los consumidores se reduce y...

Zona del euro: mayor incertidumbre

El Fondo monetario Internacional (FMI) ha actualizado las previsiones de crecimiento del producto interior bruto (PIB) para las diferentes regiones y países del mundo. En el caso de la eurozona en 2012, la ha rebajado en dos décimas, hasta una contracción del 0,3% interanual. La previsión del organismo supranacional se basa en una primera parte del año en la que se producirá una moderada contracción de la economía, mientras que en el segundo semestre se espera una cierta recuperación tal y como avanzan los indicadores de coyuntura económica. En los países que han sido intervenidos, como Grecia y Portugal, o aquellos cuyas primas de riesgo soberana permanecen muy altas, como Italia y España, las recesiones serán más

intensas y solo prevé la recuperación de estas economías a partir de 2013.

La esperanza sobre la recuperación de la economía durante el segundo semestre se basa en los indicadores avanzados de coyuntura económica publicados durante los meses de enero y febrero. Estos presentaban en su conjunto una mejoría con respecto al cuarto trimestre del año pasado. Sin embargo, durante las últimas semanas esta mejora incipiente se ha truncado en algunos indicadores no solo porque se ha frenado la velocidad de recuperación de los mismos, sino que en algunos casos han reflejado un deterioro.

Así por ejemplo, desde el punto de vista de la demanda, la Comisión Europea publicó el resultado de su encuesta sobre la con-

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	Marzo
PIB	1,9	1,5	2,4	1,6	1,3	0,7	-	...	-
Ventas al por menor	0,9	-0,6	0,1	-0,5	-0,5	-1,3	-1,1	-2,1	...
Confianza del consumidor (1)	-14,2	-14,6	-11,0	-10,7	-15,9	-20,6	-20,7	-20,3	-19,1
Producción industrial	7,4	4,8	6,5	4,1	3,9	-0,2	-1,7	-1,8	...
Sentimiento económico (1)	100,5	101,0	106,9	105,2	98,4	93,6	93,4	94,5	94,4
Tasa de paro (2)	10,1	10,2	10,0	10,0	10,2	10,5	10,7	10,8	...
Precios de consumo	1,6	2,7	2,5	2,8	2,7	2,9	2,7	2,7	2,7
Balanza comercial (3)	4,6	-19,6	-10,0	-16,9	-22,0	-19,6	-3,0	2,6	...
Tipo de interés euríbor 3 meses (%)	0,8	1,4	1,1	1,4	1,6	1,5	1,3	1,1	1,0
Tipo de cambio efectivo nominal del euro (4)	103,7	103,4	102,7	105,2	103,5	102,1	98,9	99,6	99,8

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.

fianza de las familias del mes de abril. El índice se redujo para la zona del euro del -19,1 al -19,8. Si bien el cambio es reducido, rompe la tendencia de recuperación de la confianza de los consumidores, iniciada a finales del año pasado. El incremento del precio del carburante, los recortes presupuestarios y las subidas de impuestos para cumplir con la consolidación fiscal están afectando negativamente los patrones de compra de las familias europeas.

Esta reducción de la confianza de las familias se ha traducido en una caída de una décima de las ventas minoristas del mes de febrero, lo que condujo a la tasa interanual a una intensa contracción del 2,1%. Geográficamente, este retroceso ha venido liderado por Alemania con una reducción del 1,1% en el mes, tras la fuerte caída en enero de un 1,2%. No obstante fue compensado en parte por las ventas minoristas de Francia, que repuntaron un 1,2%. El desglose por sectores muestra que los consumidores concentran sus compras en alimentación, bebida y tabaco (0,6%), mientras que las ventas de todos los demás

productos en global, exceptuando las ventas en las estaciones de servicio (textiles, bienes del hogar, equipamiento electrónico, gasto médico y farmacéutico), se mantienen inalterados (0%).

Respecto al gasto en consumo, este también evoluciona desfavorablemente, tal y como muestra la evolución de las matriculaciones de coches, que el mes de marzo presentó un registro negativo del 10,4% interanual para el conjunto de la eurozona. El incremento de la incertidumbre sobre la situación económica ha reducido, incluso, la sustitución de los vehículos, envejeciendo el parque automovilístico europeo.

La situación del mercado laboral en la eurozona, fundamental en la toma de decisiones de gasto de las familias, sigue mostrando debilidad, pues la tasa de paro del mes de febrero subió una décima hasta el 10,8%. Este dato enmascara la heterogeneidad entre países; mientras que Austria presenta una tasa de paro del 4,2%, en el caso de España esta alcanza el 23,6%. En febrero se incrementó el número de para-

...tiene un impacto negativo sobre las ventas minoristas.

El mercado laboral muestra debilidad con el aumento de la tasa de paro hasta el 10,8%.

LAS VENTAS MINORISTAS NO SE RECUPERAN

Variación interanual del índice de ventas minoristas



FUENTE: Eurostat.

El sector exterior sigue aportando positivamente al crecimiento económico.

dos en 167.000, con lo que el total de desempleados en la eurozona ha alcanzado los 17,1 millones, a los que hay que añadir, según Eurostat, 5,7 millones de trabajadores que trabajan a tiempo parcial y a los que les gustaría trabajar más horas.

Afortunadamente, el sector exterior, que sigue aportando al crecimiento económico de la eurozona, presentó en febrero un superávit comercial con el resto del mundo de 2.763 millones de euros. Un dato positivo si se compara con el mismo mes del año anterior, que presentaba un déficit. El superávit fue auxiliado por un aumento de las exportaciones hasta los 150.000 millones de euros, mientras que las importaciones se incrementaron menos, hasta los 147.200 millones de euros. En este último caso, el encarecimiento de las importaciones energéticas siguió aumentando el déficit energético europeo.

El sector de la construcción en la zona del euro decepciona.

Desde la óptica de la oferta, la producción industrial del mes de febrero presentó un buen resultado con un aumento del 0,5% intermensual, aunque la tasa interanual

continúa en terreno negativo, empeorando una décima, hasta el -1,8%. La buena evolución del mes de febrero se debe a la producción industrial francesa (0,2% intermensual) y holandesa (13,0%), mientras que Alemania (-0,2%) y España (-0,5%) han pesado negativamente en el índice.

Sin embargo, las perspectivas para la inversión no son del todo halagüeñas, pues los índices de confianza de los sectores de servicios y de construcción presentan bajadas. En el caso del sector de la construcción, en el mes de febrero la producción presentó un retroceso del 7,1% intermensual, con lo que la caída interanual alcanzó el 12,9%. Ciertamente, la climatología del mes de febrero fue adversa para la construcción pero, de todas maneras, el dato confirma la tendencia negativa.

En relación con la evolución de los precios en la eurozona, el dato de inflación del mes de marzo en la zona del euro se incrementó un 0,2% intermensual, mientras que la tasa interanual se mantuvo estable en el 2,7%. Este es el cuarto mes consecu-

LA PRODUCCIÓN INDUSTRIAL SIGUE CONTRAYÉNDOSE

Variación interanual del índice de producción industrial



FUENTE: Eurostat.

tivo en el que la inflación está anclada en este nivel. Los epígrafes más inflacionistas fueron vestido y calzado (por el fin de las rebajas) y energía para el transporte (el precio del petróleo sigue alto). Desde el punto de vista de la estabilidad de precios, de momento no representa un problema real, pues no se están produciendo efectos de segunda ronda, es decir, no se está trasladando a incrementos de salarios. Sin embargo, el incremento de los precios tiene un impacto negativo sobre la renta disponible de las familias que se deteriora y cercena su posibilidad de gasto.

Respecto a la trayectoria de crecimiento del actual trimestre, el indicador avanzado del sentimiento económico en la eurozona, que recoge la confianza de los consumidores y empresarios, y que había mejorado en los meses de enero y febrero, se redujo marginalmente una décima en el mes de marzo hasta los 94,4 puntos. El motivo de la caída se explica por la reducción de la confianza en la industria y el sector de la construcción. En cambio, en el mes de marzo la confianza de los consumidores en los sectores de servicios y comercio minorista se incrementaron. En todo caso se frena la recuperación que este indicador presentó durante el periodo de diciembre a febrero.

Es decir, los indicadores de coyuntura económica apuntan a una cierta atonía de la actividad económica privada en consumo e inversión. Si además le añadimos los esfuerzos de consolidación fiscal y la previsible reducción del gasto público en el conjunto de la eurozona, no se puede descartar que el conjunto de la eurozona presente un crecimiento negativo durante el segundo trimestre.

Resumiendo, los últimos datos económicos apuntan a un incremento del riesgo de la actividad económica a la baja y, en cambio, una inflación que se resiste a reducirse. Durante los próximos trimes-

tres, dos de los temas clave será la evolución de la situación en España e Italia y el riesgo de un posible contagio al resto de la zona del euro. Este factor será clave a la hora de definir el perfil de crecimiento y la esperada recuperación durante el segundo semestre.

Primavera con optimismo en la economía alemana

La economía germánica parece que dejó atrás el bache registrado en el cuarto trimestre de 2011, cuando retrocedió el 0,2% intertrimestral. No obstante, los indicadores disponibles presentan un panorama con claroscuros, de forma que el avance en el primer trimestre de 2012 debe haber sido modesto. Los indicadores de opinión son los que muestran un mejor tono. De este modo, para el conjunto del ejercicio prevemos un aumento moderado del PIB, del orden del 0,5%, apoyado sobre todo en la demanda interna.

Desde el lado del gasto, las ventas minoristas flojearon en febrero, al caer el 1,1% en términos desestacionalizados y ajustados de calendario respecto al mes anterior, afectadas en parte por el repunte de la inflación en el mes hasta el 2,3% interanual, impulsada por los precios energéticos. Sin embargo, la confianza de los consumidores mejoró levemente en el mes de marzo, y se sitúa en un nivel relativamente alto, animada por la buena marcha del mercado laboral. También son positivas las expectativas de mayores rentas disponibles, si bien en el cuarto trimestre de 2011 el salario real, es decir, descontando la inflación, se colocó en el mismo nivel que un año antes.

Las perspectivas para la inversión también son más bien favorables, dadas las proyecciones de un aumento de la demanda. Asimismo, los bajos tipos de interés facilitan la inversión. En el mismo sentido se puede

Los indicadores de coyuntura avanzan un crecimiento negativo en el segundo trimestre.

Los riesgos a la baja en el crecimiento económico se intensifican.

La buena marcha del mercado laboral germánico sostiene la confianza de los consumidores.

LA CONSTRUCCIÓN CONTINÚA IMPULSANDO A LA ECONOMÍA ALEMANA

Tasa de variación interanual de los permisos de construcción residencial



FUENTES: Thomson Reuters Datastream y elaboración propia.

Se reaniman los pedidos industriales alemanes en febrero, especialmente los de fuera de la eurozona.

señalar que las restricciones crediticias en el comercio y la industria marcaron un nivel mínimo en marzo.

En cuanto al sector exterior, las perspectivas son moderadamente buenas. En febrero, las exportaciones de mercancías aumentaron el 1,6% en relación con el mes previo en términos desestacionalizados, mientras que las importaciones se incrementaron el 3,9%. No obstante, en comparación con febrero de 2011, las exportaciones se elevaron el 8,6%, frente al 6,1% de las importaciones. En términos de balanza de pagos, en febrero el superávit por cuenta corriente se expandió hasta 11.100 millones de euros, gracias al excedente comercial y a la disminución del déficit por transacciones de servicios, rentas y transferencias corrientes.

Desde el punto de vista de la oferta, se constata un liviano retroceso de la producción industrial en febrero, afectada en parte por el mal tiempo. No obstante, los pedidos industriales se reanimaron, especialmente los provenientes de fuera del

área del euro. La producción de la construcción se desplomó en febrero por la ola de frío. No obstante, las perspectivas eran favorables. Así, en enero los pedidos ascendieron el 15,4% en términos reales con relación a doce meses antes. Por lo referente a los servicios, la cifra de negocios de la hotelería y la restauración se elevó el 2% en términos reales en febrero respecto al mismo mes del año precedente.

La creación de ocupación, a su vez, continúa apoyando al consumo de las familias. En febrero los puestos de trabajo aumentaron en 40.000 en términos desestacionalizados, a pesar de las incidencias climáticas. El indicador BA-X de demanda de trabajo subió livianamente en marzo, colocándose en un nivel alto. El incremento de la demanda de trabajo era común a la mayoría de las ramas. Por otro lado, el paro continuó menguando en marzo. De hecho, el número de desempleados registró el nivel mínimo histórico desde la reunificación en 1990. El dinamismo del mercado laboral se ve favorecido por unas moderadas demandas salariales en general.

En 2011 la deuda pública de Alemania disminuye hasta el 81% del PIB.

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	Marzo
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	-1,0	-2,0	...
Producción industrial	10,0	8,1	12,8	8,1	8,2	3,4	1,6	-0,9	...
Índice de actividad empresarial (Ifo) (*)	107,8	111,3	114,6	114,1	109,7	106,9	108,4	109,7	109,8
Tasa de paro (**)	7,1	6,0	6,3	6,0	5,8	5,7	5,7	5,7	...
Precios de consumo	1,1	2,3	2,1	2,3	2,4	2,4	2,1	2,3	2,1
Balanza comercial (***)	154,9	158,1	157,9	158,7	159,0	158,1	161,2	164,0	...

NOTAS: (*) Valor.

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

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

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

La senda de recuperación de la economía teutona permitió que la deuda pública medida según el protocolo de déficit excesivo se redujese en 1,8 puntos porcentuales del PIB, hasta el 81,2% al final de 2011, a pesar de un déficit público del 1,0% del PIB. En 2012 se prevé un ajuste moderado para acercar progresivamente el nivel de la deuda pública hasta el límite establecido del 60% del PIB, cota que se perdió en 2002. En contrapartida, no se espera que la locomotora europea tire sensiblemente de sus socios comerciales.

Escaso dinamismo de la economía francesa

A pesar de una mejora del clima económico en febrero y marzo, los indicadores disponibles señalan un estancamiento en el primer trimestre de 2012, lo que supone una desaceleración respecto a la expansión intertrimestral del PIB del 0,2% anotada en el último trimestre del año pasado. Para el conjunto del ejercicio mantenemos una previsión de un crecimiento muy modesto, debido a la situación de algunos de los socios comerciales de la eurozona, a problemas de competitividad acumulados y a los efectos de la política presupuestaria

contractiva. No obstante, según la evolución de la crisis de la deuda de los países de la periferia del área del euro y de los precios del petróleo, podrían producirse sensibles desviaciones de nuestra proyección, tanto al alza como a la baja.

Desde la óptica de la demanda, el consumo de los hogares en el primer trimestre se muestra bastante contenido, en parte por expectativas desfavorables sobre la evolución del mercado laboral y por la persistencia de la inflación. En efecto, el escaso crecimiento del PIB se traduce en retrocesos de la ocupación y la tendencia al alza de la tasa de paro, que se colocó en el 10,0% en febrero. Por su parte, la inflación se mantuvo en el 2,3% en marzo. En febrero, el consumo de bienes manufacturados por parte de las familias se elevó el 3,0% en volumen en relación con el mes anterior en términos desestacionalizados y corregidos de efectos de calendario, pero se debió mayormente al incremento de los gastos en energía por una ola de frío. El consumo de bienes no alimentarios ni energéticos ascendió el 0,9% respecto a enero, si bien los automóviles bajaron el 0,8%.

Por el lado de la oferta, la producción industrial registró un incremento mensual

El consumo de los hogares galos se contiene por las expectativas desfavorables sobre la evolución del mercado laboral.

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

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.

Perspectivas de mantenimiento de la actividad industrial a corto plazo en Francia.

del 0,3% en febrero debido sobre todo a los efectos de los rigores climáticos, pues las manufacturas anotaron una contracción del 1,2%. Las perspectivas a corto plazo, a tenor de las entradas de pedidos, eran de mantenimiento. En general, el clima era mejor en la construcción, si bien se debilitó livianamente en marzo. En cuanto a los servicios, la actividad se aceleró en el mismo mes gracias al transporte y a las actividades de ingeniería.

En cuanto al sector exterior, al principio del año las importaciones de mercancías se mostraban más dinámicas que las exportaciones, con el consiguiente empeoramiento del déficit comercial, en parte por el recrudecimiento invernal. En el periodo diciembre-febrero las exportaciones ascendieron el 1,2% respecto a los tres meses previos, mientras que las importaciones subieron el 1,5%. Sin embargo, respecto al mismo periodo del año anterior el crecimiento de las exportaciones, 6,9%, alentado por la demanda procedente de fuera de la Unión Monetaria, era superior al de las importaciones, 5,0%.

Por otra parte, el crédito al sector privado proseguía su tendencia a la desaceleración. Su tasa de variación interanual se situó en el 3,2% en febrero, medio punto menos que en enero. Esta ralentización afectó tanto a

las empresas como a las familias. No obstante, las sociedades no financieras la compensaron mediante una superior emisión de deuda, con lo que su tasa interanual de endeudamiento permaneció en el 6,1%.

Finalmente, el déficit público del ejercicio de 2011 resultó del 5,2% del PIB, medio punto menos que el objetivo comprometido, a pesar de un crecimiento económico menor de lo previsto. Esto fue logrado tanto por el aumento de los ingresos como por la moderación de los gastos, que por primera vez desde 1960 se estabilizaron en volumen. A raíz de este éxito en el Programa de Estabilidad de Francia 2012-2016 presentado en abril, se revisó en una décima a la baja el objetivo para 2012 hasta el 4,4% del PIB, manteniéndose el 3,0% para 2013 y el 0,0% para 2016. Por otro lado, la deuda pública aumentó hasta el 85,8% del PIB al final de 2011, 3,5 puntos más que en el año anterior.

Sin embargo, el cuestionamiento de la política de austeridad promovida por la Unión Europea por parte de François Hollande, el vencedor, si bien por un ajustado margen, de la primera vuelta de las elecciones presidenciales francesas el 22 de abril, que propuso aplazar la consecución del equilibrio presupuestario hasta 2017, introdujo una cierta incertidumbre. La prima de

Se revisa livianamente a la baja el objetivo de déficit público francés para 2012 hasta el 4,4% del PIB.

riesgo, medida por el diferencial con las obligaciones del Estado alemanas a largo plazo, continuó repuntando en las últimas semanas, pero se hallaba por debajo del récord de noviembre de 2011 y reflejaba también las tensiones en otros países de la periferia de la eurozona.

Economía italiana: *diminuendo*

De acuerdo con los indicadores económicos disponibles, la recesión en la que se halla inmersa la economía italiana desde el segundo semestre de 2011 tiene visos de continuar en el primer trimestre de este año. Dados los problemas de competitividad acumulados, los efectos de la política de consolidación presupuestaria y la crisis de la deuda periférica todavía no resuelta, mantenemos la previsión de una caída del PIB del 1,5% para el conjunto del ejercicio. De este modo, la recuperación queda para más adelante, cuando se notará el impacto de las reformas emprendidas por el Gobierno del ex comisario europeo Monti.

No obstante, dentro de la situación delicada en el último periodo han aparecido algunas señales de mejora. Así, en enero las ventas minoristas crecieron el 0,7% con relación al mes anterior en términos reales después de dos bajadas consecutivas. Con

todo, en general el consumo es débil, ya que las familias se muestran precavidas ante expectativas de disminución de la renta disponible y por la tendencia alcista del paro. De esta manera, las ventas de automóviles se desplomaron el 26,7% en marzo con relación al mismo mes del año anterior. Tampoco las perspectivas para la inversión son favorables ante una demanda interna en retirada, la baja utilización de la capacidad productiva y unas condiciones de financiación más bien tensas, aunque se han relajado un poco gracias a las intervenciones del Banco Central Europeo.

Desde la óptica de la oferta, se aprecia sobre todo la mala coyuntura por la que atraviesan la industria y la construcción. La producción industrial se redujo el 0,7% en febrero respecto al mes anterior y el 6,8% con relación al mismo mes de 2011. Además, la cartera de pedidos se contrajo el 2,5% intermensual en febrero, aunque los procedentes del exterior se elevaron el 1,1%. Con ello, la confianza industrial repuntó en cierta medida en marzo. En cuanto a la construcción, en febrero la producción disminuyó el 9,9% intermensual y el 23,0% interanual en datos corregidos de los efectos de calendario. No obstante, la confianza del sector también se recuperó en cierto grado en marzo. Asimismo, el

La recesión italiana tiene visos de continuar...

...pero algunas señales apuntan a su atenuación.

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	Marzo
PIB	1,8	0,5	1,2	1,0	0,4	-0,4	-	...	-
Ventas al por menor	0,1	-1,1	-0,4	-0,3	-1,5	-2,1	-1,6	...	...
Producción industrial	6,7	0,3	2,7	1,9	-0,3	-3,0	-4,0	-6,1	...
Tasa de paro (*)	8,4	8,4	8,2	8,2	8,4	8,7	9,1	9,3	...
Precios de consumo	1,5	2,7	2,3	2,6	2,8	3,4	3,2	3,3	3,3
Balanza comercial (**)	-30,0	-24,6	-34,2	-34,1	-32,1	-24,6	-22,7	-20,8	...

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

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

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

El equilibrio presupuestario se aplaza hasta 2015.

sentimiento del sector servicios también mejoró al final del primer trimestre.

Dada la desfavorable situación interna, el sector exterior aparece como el único recurso para el crecimiento. En este sentido, los datos de los primeros meses del año parecen apuntar a un cierto apoyo de la demanda externa. Así, en el periodo diciembre-febrero las exportaciones de mercancías crecieron el 2,1% sobre los tres meses anteriores, mientras que las importaciones retrocedieron el 1,6%.

Por lo referente a la política económica, en 2011 el déficit público se colocó en el 3,9% del PIB, alcanzando el objetivo previsto. No obstante, en el Programa de Estabilidad 2012 presentado en abril, la meta del equilibrio presupuestario, que debía alcanzarse en 2013 se aplaza hasta 2015. Para 2012 el objetivo es del 1,7% del PIB en base a una proyección de caída del PIB del 1,2%, superior a la anterior. El crecimiento se reemprenderá en 2013 y se cifrará en el 0,5% según el documento oficial. Asimismo, la ratio de la deuda pública en relación con el PIB después del 123,4% en 2012 tenderá a disminuir.

El proyecto de reforma laboral presentado por el Gobierno el 23 de marzo tiene por objetivos la creación de un mercado laboral más dinámico, flexible e inclusivo capaz de contribuir al crecimiento y estimular la competitividad de las empresas, además de tutelar la ocupación y la empleabilidad de los ciudadanos. Entre otras medidas facilita el despido por motivos económicos y aumenta las cotizaciones de los contratos temporales. No obstante, ante la oposición de los sindicatos y del Partido Democrático, el Gobierno se avino a cambiar el redactado para permitir la readmisión en caso de que un juez estime los motivos económicos alegados sin base, a cambio de menores indemnizaciones por despido. Esto motivó la oposición de representantes de la patronal.

Por el momento, la reforma laboral sigue su curso en el parlamento y puede conseguir un amplio apoyo político. No obstante, la inminencia de elecciones locales en mayo y las generales en 2013 suponen un cierto riesgo. En este panorama, el diferencial de la deuda pública italiana ha repuntado sensiblemente en abril y ha llegado a superar los 400 puntos básicos, si bien se coloca muy por debajo del récord de noviembre de 2011 y del máximo de enero.

Viento de cola en la economía del Reino Unido

La revisión del dato final del producto interior bruto (PIB) del cuarto trimestre de 2011 causó decepción. La economía británica se contrajo un 0,3% en tasa intertrimestral, una décima más de lo que adelantaba la cifra preliminar, mientras que la tasa interanual se sitúa en el 0,5% positivo. La debilidad se extiende a todos los sectores: desde la industria a la construcción y los servicios.

Desde la óptica de la demanda, el consumo aumentó durante el último trimestre un 0,4%, una décima menos que el dato avanzado. Y esto, a pesar de la merma de la renta disponible de las familias, que cayó un 0,2% en el cuarto trimestre de 2011, mientras que para el conjunto del año se contrajo un 1,2%. Las familias financiaron este consumo apelando a su tasa de ahorro, pues esta bajó dos décimas, hasta el 7,7% de la renta disponible, lo que habría ayudado al aumento del consumo.

Afortunadamente, y a pesar de todas las dificultades que soportan las familias, el último dato de ventas minoristas del mes de marzo sorprendió favorablemente al incrementarse un 1,5% intermensual, deshaciendo el dato negativo del mes anterior, que se contrajo un 0,7%. Con este aumento la tasa interanual repunta hasta el 2,8%. En parte, el buen dato se debe a la climato-

Los mercados vuelven a presionar la prima de riesgo italiana.

Las perspectivas económicas británicas del segundo trimestre mejoran.

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	Marzo
PIB	2,1	0,8	1,6	0,4	0,3	0,5	-	...	-
Ventas al por menor	-0,3	0,7	1,6	0,4	-0,5	1,2	0,8	1,0	2,8
Producción industrial	1,9	-1,2	1,2	-1,4	-1,6	-2,9	-4,1	-2,3	...
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	3,5
Balanza comercial (2)	-96,3	-101,1	-98,3	-98,7	-100,7	-101,1	-99,6	...	...
Tipo de interés líbor 3 meses (3)	0,7	0,9	0,8	0,8	0,9	1,0	1,1	1,1	1,0
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	82,4

NOTAS: (1) Porcentaje sobre población activa.

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

(3) Promedio del periodo.

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

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

logía del mes de marzo, pues ha sido el más cálido del último medio siglo. Esto impulsó la compra de ropa y equipo de jardinería. Efecto que, en principio, debería corregirse en los meses de abril y mayo.

En cambio, el déficit comercial del mes de febrero ha aumentado hasta los 3.396 millones de libras esterlinas y se ha revisado a la baja el registro del mes anterior hasta un déficit de 2.501 millones desde los 1.762 millones de libras. El empeoramiento de la balanza de bienes corresponde sobre todo al deterioro de las exportaciones a países de fuera de la Unión Europea, quizá debido a la apreciación de la divisa británica.

Desde la perspectiva de la oferta, la producción industrial presentó un crecimiento del 0,4% intermensual en el mes de febrero; esto llevó la tasa interanual a una caída del 2,3%, que es la mejor tasa interanual desde septiembre del año pasado. La debilidad de la demanda y de las exportaciones sigue haciendo mella en el sector industrial.

Por otra parte, las actas de la reunión del Banco de Inglaterra celebrada los días 4 y

5 de abril revelan que todos los miembros votaron a favor de mantener el tipo de interés oficial en el 0,5%. Uno de los miembros del consejo de política monetaria votó a favor de un incremento del programa de la compra de activos, proponiendo ampliarlo hasta los 350.000 millones de libras, pero fue el único que defendía esta posición. Las actas reflejan la preocupación, por segundo mes consecutivo, por la inflación. El último dato conocido del mes de marzo del índice de precios al consumo (IPC) presentó un crecimiento interanual del 3,5% y parece dar la razón al banco central, pues aumentó una décima con respecto al mes anterior, en un contexto de debilidad económica. Ciertamente, la reducción del IPC no está procediendo a la velocidad que el banco emisor descontaba a principios de este año.

Los datos de coyuntura económica revelan que la economía británica podría retornar a la senda de crecimiento en el segundo trimestre del año. Sin embargo, las perspectivas siguen siendo frágiles debido a una elevada inflación que estrangula los presupuestos familiares y a un entorno en la eurozona que amenaza a algunos de los principales socios comerciales del Reino

La inflación preocupa.

Los Juegos Olímpicos pueden ser un revulsivo para la economía.

En 2012 Europa emergente se va a ver afectada por la recesión de la eurozona y la crisis de la deuda.

Unido. A estos efectos, debe añadirse la política fiscal restrictiva. Con todo, la celebración de los Juegos Olímpicos será un buen revulsivo que debería dinamizar la economía del Reino Unido. En definitiva, si asimiláramos la economía del Reino Unido a un paciente, podría afirmarse que evoluciona favorablemente, pero todavía no está fuera de peligro.

Europa emergente: un 2012 complicado abrirá paso a un 2013 más positivo

A estas alturas del año, parece claro que 2012 será, en Europa emergente, un ejercicio complicado y para el cual no puede descartarse la posibilidad de que vaya a peor. Si esto último no sucede, 2013 debería ser un año más dinámico en esta zona geográfica. Dada la fuerte integración comercial y financiera de Europa emergente con la zona del euro, el escenario macroeconómico que esperamos se ve condicionado, en gran medida, por la evolución de las economías de la moneda única. En

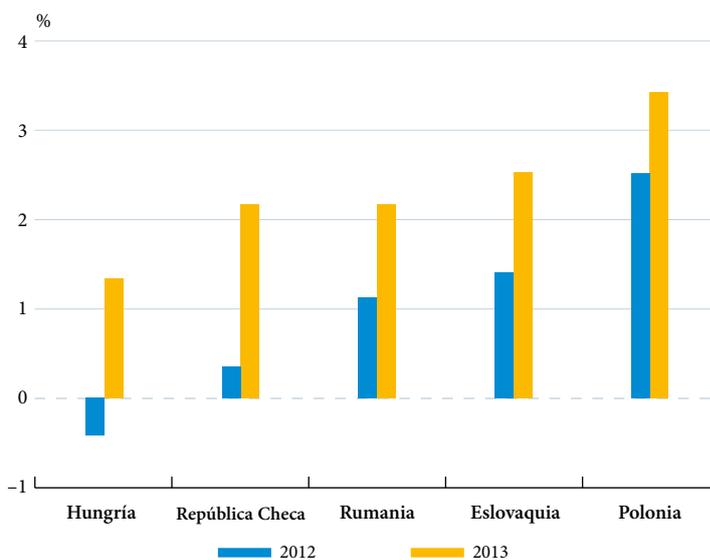
particular, por el alcance de la recesión en la eurozona y por la evolución de la crisis de la deuda soberana. Las previsiones que seguidamente se presentarán se basan en un escenario para la eurozona que combina un año de recesión mínima en 2012 con una recuperación tenue en 2013 y una situación de contención y muy lenta mejoría en el frente de las tensiones financieras por la crisis de la deuda.

Con todo, estos dos desarrollos exteriores no determinan por sí solos la evolución económica a nivel nacional. Dos factores estrictamente internos son relevantes para establecer el escenario económico. En primer lugar, los desequilibrios macroeconómicos que cada país afronta, ya que si estos son elevados, el margen de maniobra para paliar los efectos inducidos por la magra evolución de la eurozona en términos de actividad será más reducido. El segundo elemento nacional relevante es el patrón de crecimiento seguido en 2009-2011. Aquí el factor central es el papel que ha jugado la demanda interna en la recuperación económica anterior a la actual etapa de debili-

Polonia se beneficia de una demanda interna sólida.

EUROPA EMERGENTE RECUPERARÁ PARTE DE SU DINAMISMO EN 2013

Previsión de crecimiento real



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

tamiento de la actividad, ya que si esta ha mantenido un ritmo de crecimiento apreciable, el país en cuestión estará en condiciones de desacoplar en mayor medida su ciclo del de la eurozona.

En cada uno de los países que habitualmente reseñamos en estas páginas –Polonia, Hungría, la República Checa, Eslovaquia y Rumania– se combinan de diferente manera los factores anteriormente citados. Iniciaremos este recorrido país por país en Polonia. Se trata de una economía que combina un grado relativamente reducido de dependencia exportadora a la eurozona, unos desequilibrios internos contenidos (únicamente preocupa el nivel de deuda pública, del orden del 50% del PIB en 2011) y una demanda interna que se ha mostrado notablemente robusta. Ello le debería permitir capear sin excesivas dificultades los años 2012 y 2013, ejercicios en los que prevemos que el crecimiento se situará, respectivamente, en el 2,5% y el 3,4%.

A partir de la combinación más virtuosa de la región, la de la economía polaca, se pueden derivar otras situaciones coyunturalmente menos satisfactorias. La República Checa, por ejemplo, muestra una clara ausencia de desequilibrios (de hecho, mejor balance, incluso, que el de Polonia), pero su fuerte conexión exportadora y financiera (por el vínculo bancario con Austria y otros países de la eurozona) y el escaso impulso de su demanda interna, hacen esperar un 2012 con la actividad en mínimos (avance del PIB del 0,4%) y una salida en 2013 en suave expansión (crecimiento del 2,2%). Similar escenario manejamos para Eslovaquia. Notablemente sincronizada al ciclo inversor y de consumo duradero alemán, este 2012 va a ser un año de crecimiento reducido. Con todo, unas perspectivas relativamente positivas en materia de captación de inversión extranjera y una cierta laxitud en la gestión de la política económica deberían facilitar un

2012 más dinámico que el de su vecina checa. En 2013 el crecimiento previsto en Eslovaquia es prácticamente idéntico al checo.

Rumania, por su parte, mantiene una situación relativamente más complicada. Circulando por los derroteros del programa de ajuste económico que marcan las instituciones multilaterales para garantizar su ayuda financiera, la demanda interna se ha mostrado contenida. Con todo, una cosecha de 2011 superior a la habitual ha permitido un segundo semestre del año pasado mejor que lo previsto. Ahora, en 2012, la dificultad para repetir este resultado agrícola excepcional, una política económica con escaso margen de manobra para contrapesar el retroceso exportador y una vinculación estrecha con Grecia, a nivel financiero y comercial, justifican una previsión de crecimiento moderado para el año, en la zona del 1%. Con todo, a medida que el entorno mejore, esperamos que en 2013 la economía rumana enfile un ritmo de actividad más dinámico (previsión de crecimiento del 2,2%).

Finalmente, la situación de Hungría sigue siendo de las más inciertas de la región. Nuestro escenario central se formula bajo la premisa que el Gobierno húngaro acabará realizando el giro fiscal hacia la austeridad que le demandan las instituciones comunitarias. Este cambio, junto con otros ajustes de política económica, facilitará el disponer de la asistencia financiera internacional del Fondo Monetario Internacional y la Unión Europea. Como resultado de esta política de ajuste y dada la fuerte dependencia financiera y exportadora de la zona del euro, prevemos que la economía húngara caerá en 2012 un 0,4%. El mantenimiento de la política de austeridad, junto al lento proceso de reducción de deuda que están acometiendo hogares, empresas y gobierno, posibilitarán un retorno al crecimiento positivo, pero apenas superior al 1%.

La República Checa y Eslovaquia, muy dependientes comercialmente y financieramente de la eurozona, apenas crecerán en 2012.

En Rumania y Hungría, la política de rigor presupuestario limita el potencial alcista de su recuperación.

En 2013 la región volverá a crecer, si bien en cifras relativamente contenidas.

Crecer o no crecer, he ahí el problema

Un país con una tasa elevada de creación de negocios y con abundancia de pequeñas y medianas empresas (pymes) suele ser demostrativo de elevado dinamismo, flexibilidad y espíritu emprendedor. Pero cuando la pyme domina abrumadoramente el tejido productivo y el número de grandes empresas pasa a ser casi inapreciable, se enciende una luz de alarma. En España, las pymes predominan en la estructura empresarial muy por encima de lo que sucede en otros países de nuestro entorno. Además, este predominio se mantiene constante a lo largo del tiempo, pese a la elevada tasa de nacimiento y mortalidad de empresas. ¿Cómo se explica dicha anomalía?

Una posible explicación sería que la especialización sectorial de la economía española estuviera sesgando la distribución empresarial hacia la micro y la pequeña empresa. Por ejemplo, el peso de sectores como la hostelería y el turismo, la construcción y las actividades inmobiliarias, que suelen contar con empresas de menor tamaño, podría estar condicionando el resultado final. Sin embargo, tal y como se explica en el recuadro «Empresa y productividad: una cuestión de tamaño», el sesgo hacia la empresa de reducido tamaño en España se observa también en la industria manufacturera, un sector más propenso a una mayor dimensión empresarial.

Alternativamente, el predominio de empresas de tamaño reducido también podría deberse al marco institucional existente: regulación del mercado laboral, trámites burocráticos, disparidad de normativas entre distintos niveles administrativos, inseguridad jurídica, etc. Son elementos que influyen directamente sobre la productividad, pero que, además, a menudo se constituyen como frenos al crecimiento de la dimensión empresarial, lo que también puede surtir un impacto indirecto sobre dicha productividad. En ocasiones, algunas políticas específicas destinadas al apoyo de las pymes, como exenciones regulatorias o fiscales o una normativa menos exigente (en términos de contabilidad y disponibilidad de información), pueden convertirse en obstáculos para que la dimensión de estas aumente. Esto sucede cuando una norma que trata de aliviar posibles desventajas financieras, fiscales o laborales específicas de la pyme actúa como desincentivo al crecimiento del tamaño de la misma, ya que la pérdida de las ventajas de las que disfrutaban no se considera compensada por el avance en la dimensión de las operaciones.

Este eventual efecto «perverso» de las políticas dirigidas a las pymes no es fácil de identificar, pero la evidencia disponible apunta a que en alguna medida se produce. En ese sentido, el gráfico siguiente da una primera indicación: en él se estima la distribución de la población asalariada del sector privado en España a principios de 2011 (algo más de 12 millones de personas, incluyendo empresas públicas, según la encuesta de población activa del Instituto Nacional de Estadística) en función del tamaño de las empresas que proporciona el Directorio Central de Empresas a 1 de enero de 2011 del propio Instituto Nacional de Estadística. En el mismo, cabría esperar que la distribución del número de trabajadores según el tamaño de la empresa siguiera un patrón regular. Por el contrario, se observa un sesgo que provoca una concentración en los estratos de asalariados de 20 a 49 y de 200 a 499. Llama la atención que en ambos casos los estratos anterior y siguiente a los mismos presenten un número muy inferior de asalariados. Aunque se trata de un ejercicio muy limitado y meramente estimativo, la polarización observada coincide con los estratos que marcan o incluyen las definiciones que conceptual y normativamente se dan para definir a las pymes en España y en la Unión Europea. Así, se entiende por pequeña empresa aquella que tiene hasta 50 empleados, mientras que la mediana empresa es la que cuenta entre 50 y 250 empleados.

La sospecha que levanta esa primera inspección de los datos –de que algunos factores de cariz regulatorio o normativo pueden estar desincentivando el paso de una pequeña empresa a mediana o de mediana a grande, en definitiva, el crecimiento empresarial– halla respaldo en los resultados de una serie de trabajos recientes de investigación económica. En un estudio que compara la experiencia de distintos países europeos, Kumar, Rajan y

DISTRIBUCIÓN DE ASALARIADOS POR TAMAÑO DE LA EMPRESA: SESGOS SOSPECHOSOS

Número de asalariados según tamaño de la empresa



FUENTES: Elaboración propia a partir de la Encuesta de Población Activa y del Directorio Central de Empresas (Instituto Nacional de Estadística).

Zingales (1999)⁽¹⁾ ya identifican una relación positiva entre mejores instituciones, medido en su caso como eficiencia del sistema judicial, y tamaño empresarial. Asimismo, Santaló y Marcos (2010)⁽²⁾ corroboran, para el caso particular de España, una relación negativa entre intensidad regulatoria en el mercado de bienes y servicios y el porcentaje de empresas con más de 200 empleados. Su estudio parte de un análisis econométrico que contrasta el impacto de diferencias regulatorias entre comunidades autónomas sobre la propensión a contar con grandes empresas. Por otra parte, una serie de estudios recientes también identifican una asociación negativa entre una fiscalidad menos exigente sobre las empresas de reducido tamaño (con relación a las grandes) y el crecimiento empresarial.⁽³⁾ En el caso español, Almunia y López (2012)⁽⁴⁾ hallan evidencia de la influencia de la regulación fiscal sobre la distribución del tamaño del tejido empresarial. En cuanto a ventajas de la pequeña empresa en el ámbito laboral, la evidencia disponible también sugiere que van en detrimento del crecimiento de las empresas (véase recuadro «¿Favorece la regulación laboral el crecimiento empresarial?»).

En España, las políticas de apoyo a las pequeñas y medianas empresas son numerosas y se promueven tanto a nivel estatal como autonómico e incluso municipal. Tratan de favorecer a las pymes en aquellos ámbitos en los que el tamaño condiciona la competitividad o la generación de beneficios, como es la financiación, la innovación, la internacionalización, la adaptación de los recursos laborales o la fiscalidad, además de promover activamente la creación de empresas y el espíritu emprendedor. Teniendo en cuenta la evidencia de que el tamaño de la empresa es uno de los factores más decisivos no solo en sus probabilidades de supervivencia sino también en términos de productividad y de capacidad de dar el salto al mercado exterior con éxito, se debería poner un mayor énfasis en los programas que apoyan el aumento del tamaño de las empresas. Al fin y al cabo, no deja de ser una estrategia apropiada para afrontar el difícil momento económico actual en el que prima recuperar productividad y competitividad.

(1) Krishna B. Kumar, Raghuram Rajan y Luigi Zingales (1999), «What Determines Firm Size?», NBER working paper series no. 7208; Cambridge: National Bureau of Economic Research.

(2) Santaló, J. y F. Marcos (2010), «Regulation, Innovation and Productivity», IE Business School Working Paper, WP 10-04.

(3) Véase, por ejemplo, Dharmapala, D., Slemrod, J. y J.D. Wilson (2011), «Tax policy and the missing middle: Optimal tax remittance with firm-level administrative costs», *Journal of Public Economics* 95 (9-10).

(4) Almunia, M. y D. López (2012), «Corporate Tax Evasion in Spain», Mimeo.

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

MERCADOS FINANCIEROS

Mercados monetarios y de capital

Otra vez las turbulencias, con España en el epicentro

Durante el mes de abril, algunos de los pilares que empezaban a dar soporte a una incipiente pero prometedora mejoría del escenario económico-financiero se han tambaleado. En primer lugar, los datos de coyuntura económica perdieron fuelle en China y Estados Unidos, los dos grandes motores de la economía mundial. En segundo lugar, tuvo lugar un nuevo rebrote del nerviosismo en torno a la crisis de deuda en la periferia de la eurozona, concretamente en España. Estos factores no hicieron más que minar la todavía frágil confianza de los inversores. Su comportamiento giró una vez más hacia la búsqueda de opciones de inversión en las que prima la seguridad frente a la rentabilidad. Lógicamente, este cambio de conducta se ha traducido en una pérdida de valor de los de activos con riesgo, que ha incidido de manera especialmente intensa sobre la renta variable española. A juzgar por su estado fundamental, cabe esperar que los mencionados pilares se muestren resistentes, aun cuando puedan seguir sufriendo en el corto plazo. Las sorpresas negativas en los datos de Estados Unidos y China no parecen más que manifestaciones de los dientes de sierra propios de la etapa de inflexión que atraviesan ambas economías (reactivación la primera, aterrizaje suave la segunda). Las tensiones sobre España se aliviarán si las autoridades locales perseveran en las reformas y la racionalización de las cuentas públicas, a la vez que a nivel de la eurozona se avanza en el rediseño y reforzamiento político de la unión monetaria. Los próximos meses se-

rán cruciales, habida cuenta de las citas electorales en Francia y Grecia, junto con la implementación en España de las medidas aprobadas, anunciadas y otras adicionales. Una evolución favorable en estos frentes impulsaría, sin duda, una recuperación más firme y asentada de los activos con riesgo.

Los bancos centrales se plantean la necesidad de mayores estímulos

El bache en el escenario económico y financiero global de las últimas semanas ha alimentado las expectativas de los inversores sobre un posible incremento de los estímulos monetarios por parte de los bancos centrales en Estados Unidos y la eurozona. Estos no se han pronunciado de manera oficial al respecto, pero parece que los debates internos están abiertos.

En Estados Unidos, la Reserva Federal (Fed) parece encontrarse ante la difícil tesitura de si aprobar una tercera ronda de *quantitative easing*. Desde otoño del año pasado se viene apreciando una senda de mejora de la economía norteamericana, pero frágil e irregular. Las condiciones en que operan familias, empresas y entidades financieras han evolucionado favorablemente, pero todavía queda mucho por recorrer para poder hablar de un escenario de crecimiento sostenible. Los responsables de la Fed identifican varios obstáculos que impiden que el ritmo de crecimiento sea más vigoroso. En el caso de las familias, el elevado grado de endeudamiento y la delicada situación del mercado laboral, que suponen lastres sobre las decisiones de

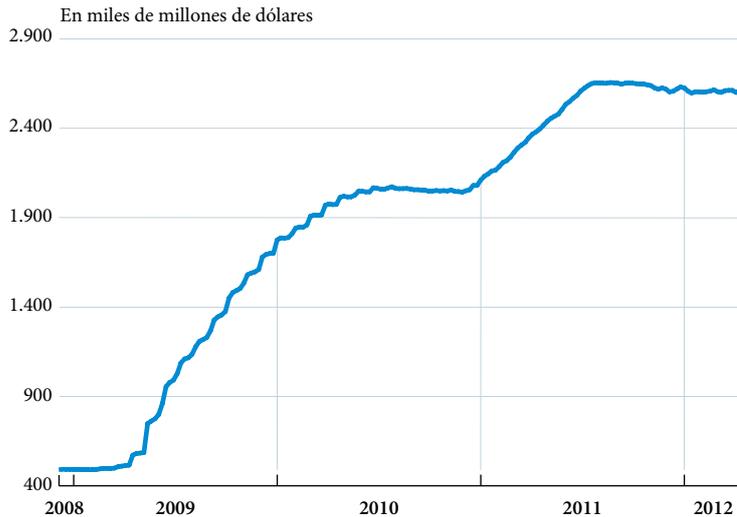
La confianza de los inversores se resiente ante la aparición de nuevos obstáculos.

Los inversores giran la mirada hacia la actuación de los bancos centrales.

La Fed considera que la economía norteamericana todavía presenta debilidades.

¿TERCERA RONDA DE EXPANSIÓN CUANTITATIVA?

Programa de compra de bonos de la Reserva Federal



FUENTE: Reserva Federal.

gasto. Para las empresas, la incertidumbre que se percibe en el entorno, que frena la inversión. Y para las entidades financieras, los cambios regulatorios, que imponen cortapisas a su funcionamiento. Ante esta circunstancia el presidente de la entidad, Ben Bernanke, ha insistido en sus últimas comparecencias en la necesidad de priorizar el crecimiento económico y la reducción de la tasa de desempleo. Para ello, la Fed reitera el compromiso de mantener políticas acomodaticias. Actualmente, los elementos básicos de la política monetaria de la Fed son situar los tipos de interés en el rango mínimo posible del 0%-0,25%, y mantener el tamaño de la ingente cartera de bonos que adquirió en los últimos años, a la vez que alarga el plazo medio de vencimiento.

En materia de tipos, todo indica que la Fed reiterará el compromiso de prolongar el bajo nivel actual hasta finales de 2014. Con respecto a la segunda herramienta, las opciones están abiertas. Ante la finalización de la *operation twist* en junio, y la insistencia por parte de destacados miembros de

la Fed de su disposición a reforzar la estrategia monetaria en pos de un mayor crecimiento económico, muchos economistas e inversores están anticipando el anuncio de medidas adicionales de carácter cuantitativo para antes de que finalice el año. Su contenido, sin embargo, es una incógnita sobre la que no hay apenas pistas.

Por su parte el BCE también se encuentra en un momento de *impase*. En el contexto de la crisis de deuda soberana de los países de la periferia de la eurozona, la autoridad monetaria ha utilizado varias herramientas con el fin de aminorar los efectos dañinos sobre la economía real y de recobrar la normalidad en los mercados de crédito de la región. En primer lugar, la entidad ha rebajado el tipo de interés rector hasta el 1%. En segundo lugar, el BCE ha realizado diversas inyecciones de liquidez a distintos vencimientos, siendo las de mayor relevancia las dos últimas LTRO a tres años (llevadas a cabo en diciembre de 2011 y en febrero de este año). Y en tercer lugar, el banco central decidió realizar compras de bonos públicos en los mercados secundarios de

La política de la Fed sigue apoyada en tipos de interés bajos y en el uso de medidas cuantitativas.

Muchos economistas opinan que antes de final de año habrá una tercera ronda de *quantitative easing*.

El BCE podría comprar deuda de los países de la periferia si se acentúan las tensiones.

deuda ante el aumento de las turbulencias en los países de la periferia. Según la valoración realizada por el órgano de gobierno del BCE, el efecto conjunto de todas estas herramientas está siendo relativamente favorable, pero en modo alguno es la panacea para los problemas de la región. De hecho, la intensificación de las tensiones de la crisis soberana durante la segunda mitad del mes ha supuesto un nuevo obstáculo a los esfuerzos de la entidad. España ha sido en esta ocasión el epicentro, planeando el temor a la caída en una espiral de «ajuste-recesión». El reflejo en los mercados de crédito europeos se tradujo en un aumento de los costes de financiación pública no ya solo de España, sino también de Italia y, en

menor medida, de Francia. Ante el empeoramiento de la confianza de los inversores, Benoît Cœuré, miembro del Comité Ejecutivo del BCE, manifestó la conveniencia de frenar el deterioro del mercado de deuda española. En concreto, sugirió que la institución sigue disponiendo de varios recursos poderosos para ello, en especial el programa de compra de bonos públicos. Aunque otros miembros del BCE se han desmarcado de la utilización de esta vía, no es descartable una nueva etapa de intervención directa del BCE si los mercados de deuda no se estabilizan pronto. Igualmente, está abierta la posibilidad de reforzar las operaciones de inyección de liquidez a través de los bancos, si bien ahora mismo no

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									
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	1,00	0,78	1,42	0,25	0,47	0,20	0,50	1,03	0,35
Abril (1)	1,00	0,73	1,35	0,25	0,47	0,20	0,50	1,01	0,32

NOTAS: (1) Día 23.

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

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

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

(5) Tipo de interés interbancario.

FUENTES: Bancos centrales nacionales, Bloomberg y elaboración propia.

parece ser este el cuello de botella después de las dos recientes operaciones a tres años antes mencionadas. Por último, en materia de tipos oficiales, el margen de actuación es muy escaso, de modo que no cabe esperar novedades en este ámbito.

En cuanto a los países emergentes, la actuación de sus bancos centrales sigue orientada de manera decidida hacia la relajación de las condiciones financieras. La mayoría de estos países han centrado sus esfuerzos en evitar un deterioro abrupto de sus tasas de crecimiento. Para ello se han apoyado en sucesivos recortes de los tipos de interés oficiales y en medidas cuantitativas que favorecen las condiciones de financiación a empresas y particulares. En abril, las actuaciones que acapararon la atención en los mercados financieros fueron protagonizadas por Brasil, China e India. El primero rebajó del tipo de interés hasta el 9%. En China el banco central anunció que incrementará las operaciones de mercado abierto y reducirá los requerimientos de reservas a los bancos, todo ello con el fin de liberar liquidez y lograr una desaceleración suave de su economía. Por su parte, India, buscando impulsar el crecimiento, rebajó el tipo oficial desde el 8,5% hasta el 8,0%.

En lo referente a los tipos de interés interbancarios en Estados Unidos y la eurozona, el mes de abril se ha caracterizado por la continuidad de la lenta caída de los tipos *libor* en dólares y por la estabilización de los tipos *euríbor*. Con respecto a estos últimos, se puede afirmar que las dos LTRO del BCE han aportado una notable calma a este mercado, propiciando la caída del riesgo de contrapartida. No obstante, la evolución del mercado monetario europeo sigue mostrando una clara disfuncionalidad. Este aspecto se pone de manifiesto en el elevado volumen de los depósitos *overnight* que los bancos siguen realizando en el BCE.

La crisis europea marca el ritmo de la deuda pública

Si en marzo la coyuntura financiera internacional propició una incipiente preferencia de los inversores por los activos con un contenido de riesgo más acentuado, en abril los bonos soberanos de Estados Unidos y Alemania recobraron el protagonismo positivo. Agotado, al menos parcialmente, el efecto balsámico de las inyecciones de liquidez del BCE sobre las condiciones financieras de la eurozona, surgieron de nuevo las dudas sobre la capacidad de algunos países para cumplir con los objetivos presupuestarios impuestos desde Bruselas. En concreto, el nerviosismo se centró sobre España, y en un segundo lugar Italia. Esta circunstancia llevó a que los inversores se decantaran nuevamente por la rentabilidad segura, aunque escasa, que obtienen con la compra de bonos norteamericanos y alemanes. Los principales atractivos de estos bonos son la elevada solvencia de ambos países, unas perspectivas económicas relativamente sólidas y un entorno de gran laxitud monetaria. En Estados Unidos, la TIR (tasa interna de rentabilidad o *yield*) de los bonos a diez años corrigió a la baja en las últimas semanas del mes, para situarse de nuevo por debajo del 2%. Este movimiento fue provocado, además de por el repunte de las tensiones crediticias de la eurozona, por la percepción entre muchos analistas de que los mensajes de los representantes de la Fed suponen la aceptación de que se implementarán nuevos estímulos monetarios durante los próximos meses.

En la eurozona, la *yield* de la deuda alemana a 10 años descendió ante el rebrote de las dudas relativas a la crisis de crédito soberano, llegando a situarse en la zona del 1,70%. Si bien es cierto que la delicada situación presupuestaria y de deuda que atraviesan algunos países del área centra la atención de los inversores, esta no fue la

Las autoridades de los países emergentes siguen relajando la política monetaria.

Los tipos de interés interbancarios entran en una fase de estabilización.

En abril, los bonos soberanos de elevada solvencia volvieron a ser activo refugio.

La deuda alemana se beneficia de los problemas en la periferia.

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								
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	1,79	2,89	5,35	5,12	2,21	0,99	2,20	0,87
Abril (*)	1,67	3,10	5,99	5,72	1,93	0,92	2,14	0,75

NOTA: (*) Día 23.

FUENTE: Bloomberg.

China amplía la banda de fluctuación del yuan para reequilibrar el modelo económico.

única causa del aumento del nerviosismo en los mercados europeos. También contribuyeron a incrementar las tensiones la debilidad de los datos de actividad de la economía real europea, así como la incertidumbre sobre las próximas citas electorales en Francia y Grecia. Los resultados de estas contiendas serán muy importantes de cara a las negociaciones políticas que dilucidarán el futuro de la Unión Económica y Monetaria. Centrándonos en la periferia europea, las últimas semanas del mes estuvieron caracterizadas por el intenso aumento de los *spreads* de la deuda de estos países con relación a la alemana, destacando principalmente el caso de España. El tira y afloja sobre el objetivo de déficit fiscal para este año (finalmente establecido en el 5,3% del PIB) y la presentación de los presupuestos del Estado desembocaron en un aumento de las tensiones financieras por temor a que nuestra economía pudiera entrar en una espiral de ajuste del gasto y recesión económica. Esta

circunstancia se tradujo en un repunte de la rentabilidad del bono español a 10 años hasta el 6%. Adicionalmente, el deterioro de la deuda de España conllevó un aumento de la prima de riesgo de Italia y Francia. No obstante, el BCE y algunos de los gobiernos de la eurozona han apelado a la calma de los inversores, apuntando que desde el punto de vista del análisis fundamental los ataques que han sufrido estas economías son injustificados. A la vista de los resultados de las recientes colocaciones en mercado primario de bonos públicos realizadas por España, Italia y Francia, parece que las presiones en los mercados de deuda se han contenido, aunque el grado de tensión sigue siendo muy elevado.

China dota de mayor libertad al yuan

Como está siendo tónica habitual durante los últimos trimestres, el tipo de cambio del euro y el dólar sigue dominado por

TIPOS DE CAMBIO DE LAS PRINCIPALES MONEDAS

23-04-12

	Tipo de cambio	% variación (*)		
		Mensual	s/diciembre 2011	Anual
Frente al dólar de EEUU				
Yen japonés	81,1	-1,6	5,2	-0,9
Libra esterlina	0,621	1,4	3,5	-2,5
Franco suizo	0,916	0,8	-2,5	3,7
Dólar canadiense	0,997	-0,1	-2,5	4,2
Peso mexicano	13,174	3,2	-5,8	11,9
Frente al euro				
Dólar de EEUU	1,313	1,1	-1,3	10,0
Yen japonés	106,5	-2,6	6,4	-12,1
Franco suizo	1,202	-0,3	-1,2	-6,9
Libra esterlina	0,815	-2,5	-2,2	-8,4
Corona sueca	8,864	-0,8	-0,6	-0,4
Corona danesa	7,440	0,1	0,1	-0,2
Zloty polaco	4,204	1,2	-6,2	6,1
Corona checa	25,02	1,7	-2,2	3,7
Forint húngaro	298,8	1,8	-5,4	11,3

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

FUENTE: Bloomberg.

una notable volatilidad alimentada por los distintos sucesos económicos y financieros en ambas economías. No obstante, el apoyo simultáneo de los respectivos bancos centrales (Reserva Federal y BCE) para impulsar el crecimiento y reducir los riesgos en los mercados financieros, está dando pie a una fase en la que las oscilaciones en el precio de cruce entre ambas divisas son más acotadas. Ello tiende a reforzar la perspectiva de que, de cara al medio plazo, el nivel de intercambio seguirá fluctuando alrededor de los niveles actuales.

Por otro lado, el banco central de China anunció que ampliará la banda de fluctuación diaria del yuan con el dólar desde el 0,5% al 1%. Como muchos observadores ya anticiparon, este movimiento responde al intento de las autoridades de reorientar el modelo de desarrollo del país. En el ámbito financiero, pretende fomentar la presencia en la escena internacional. En el

plano económico, estimular la aportación de la demanda interna.

Prosigue la elevada actividad del mercado primario de bonos corporativos

El primer trimestre del año finalizaba de manera satisfactoria para los mercados de crédito. El incipiente apetito por el riesgo de los inversores, el estrechamiento de los *spreads* corporativos y el aluvión de emisiones dominaron el pulso de la renta fija privada en ese periodo. Si bien durante abril se mantuvieron gran parte de estas directrices, el empeoramiento del clima en la periferia europea supuso nuevos obstáculos para la búsqueda de financiación de las empresas de estos países. No obstante, y lejos interrumpir la actividad emisora, en los mercados primarios siguió imperando el buen tono de meses atrás.

La actividad en los mercados primarios de bonos corporativos se mantiene firme.

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

Aspectos como los elevados niveles de sobresuscripción, el buen comportamiento de las emisiones en los mercados secundarios y la caída de las primas requeridas por los inversores dan buena prueba de ello. Dentro del capítulo de las emisiones, destacó el incremento de las emisiones de bonos de elevada calidad (*investment grade*) de países centrales de la eurozona. En segundo término, aunque a bastante distancia, se situaron las emisiones realizadas por el sector bancario de la región. Las facilidades de *funding* obtenidas recientemente del BCE y la posibilidad de poder descontar en el banco central los llamados *covered bonds* han centrado la actividad de las entidades en estos últimos. Por el contrario, las compañías de los países de la periferia (España e Italia) prácticamente interrumpieron la actividad emisora que habían retomado en febrero y marzo.

Las bolsas internacionales han corregido a la baja, destacando la caída del índice español.

Por su parte, en Estados Unidos el entorno económico y financiero, más estable que en Europa, sigue suponiendo un escenario particularmente propicio para el desarrollo de los mercados de deuda corporativa. Como se viene apreciando desde hace meses, uno de los principales factores que están favoreciendo el buen comportamiento de estos mercados es la afluencia de flujos de capitales hacia los fondos de renta fija privada, con especial preferencia por aquellos bonos de elevado riesgo y baja calidad (*high yield*). Desde el punto de vista técnico, el aumento de la demanda estaría dirigido, no solo por el aumento de los flujos netos de inversores finales, sino también por los cobros de cupones y por el excedente de liquidez en manos de muchos fondos de inversión.

Múltiples factores han contribuido al descenso del Ibx 35.

Finalmente, en los países emergentes, los datos ponen de manifiesto el excelente momento por el que atraviesa el mercado de bonos corporativos. Además de las buenas perspectivas económicas y de las calificaciones crediticias favorables, los inversores encuentran en estos mercados la

oportunidad de obtener elevadas rentabilidades, atractivas valoraciones y periodos de inversión más cortos que en Occidente. Sin embargo, en el caso particular de China, se teme que la flexibilización del tipo de cambio del renmimbi, y la consiguiente mayor volatilidad cambiaria, pueda ralentizar temporalmente los volúmenes de nuevas emisiones.

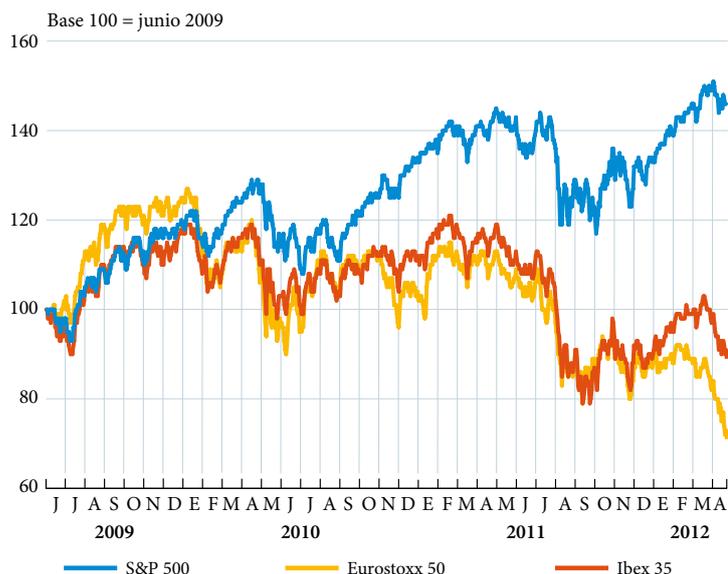
La bolsa española en el punto de mira

Desde el punto de vista de la renta variable, abril fue un mes marcado por las pérdidas. Si bien la mayoría de los índices bursátiles acumulan ganancias apreciables desde principios de año, el bache de las cifras de crecimiento y actividad en economías como la china o la norteamericana y el agravamiento de las tensiones regionales de la eurozona pesaron negativamente sobre el sentimiento de los inversores. Pero es el mercado de acciones español el que, desafortunadamente, ha sufrido el mayor descenso. Al ya comentado temor sobre la capacidad de nuestra economía se unieron dos factores adicionales que incentivaron el nerviosismo y la huida de los inversores hacia activos de menor riesgo. El primero fue la aprobación por parte de las autoridades del plan de saneamiento del sector financiero, por el que se exige a las entidades de crédito que incrementen las provisiones y el capital en relación con los activos vinculados a la actividad inmobiliaria. El segundo fue la expropiación por parte de Argentina de la filial YPF a la petrolera Repsol. Ambas noticias contribuyeron significativamente a las caídas del Ibx 35. Otro aspecto que pone de relieve la delicada situación actual es que, desde el punto de vista de la valoración de las compañías, más de la mitad de las empresas que forman el principal índice español cotizan por debajo de su valor contable.

Tomando una perspectiva más internacional, en abril comenzó la campaña de pu-

EVOLUCIÓN DE LAS PRINCIPALES BOLSAS

Índices de bolsas



FUENTE: Bloomberg.

ÍNDICES DE LAS PRINCIPALES BOLSAS MUNDIALES

23-04-2012

	Índice (*)	% variación mensual	% variación acumulada	% variación anual
Nueva York				
<i>Dow Jones</i>	13.029,3	-0,4	6,6	4,2
<i>Standard & Poor's</i>	1.378,5	-1,3	9,6	3,1
<i>Nasdaq</i>	3.000,5	-2,2	15,2	6,4
Tokio	9.542,2	-4,7	12,9	-1,4
Londres	5.673,0	-3,1	1,8	-5,7
Zona del euro				
<i>Fráncfort</i>	6.563,3	-6,2	11,3	-10,0
<i>París</i>	3.120,5	-10,2	-1,2	-22,4
<i>Ámsterdam</i>	301,5	-7,6	-3,5	-16,0
<i>Milán</i>	14.086,0	-14,6	-6,7	-35,4
<i>Madrid</i>	6.851,7	-17,3	-20,0	-35,3
Zúrich	6.128,2	-1,8	3,2	-5,1
Hong Kong	20.624,4	-0,2	11,9	-14,6
Buenos Aires	2.338,5	-13,8	-5,0	-31,5
São Paulo	62.494,1	-5,0	10,1	-6,8

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

FUENTE: Bloomberg.

El consenso de analistas prevé una mejora de las ganancias empresariales para final de año.

blicación de resultados del primer trimestre de las compañías cotizadas a ambos lados del Atlántico. El consenso de los analistas apunta a que los beneficios de las compañías norteamericanas se moderarán, pero manteniendo un tono relativamente firme, destacando las noticias positivas en los sectores financiero, industrial y tecnológico. Por el contrario, las perspectivas para las empresas europeas son menos

favorables. Los efectos nocivos de la crisis de deuda soberana sobre la economía real y el elevado grado de exposición de la banca a la deuda soberana de los países miembros son los principales lastres para la evolución de las cuentas de resultados de las empresas de la eurozona. No obstante, la opinión mayoritaria de los analistas pasa por destacar que la tendencia debería ser de mejora de cara al resto del año.

La financiación de las pymes en España: emergencia a corto, desafío a largo

La financiación de las pequeñas y medianas empresas (pymes) constituye un elemento central en el complejo panorama que afronta la economía española. En primer plano, la crisis iniciada en 2008 ha generado restricciones financieras agudas que inciden de manera especialmente dura en las pymes. Como trasfondo, España arrastra desde hace décadas un problema estructural en el suministro adecuado de financiación a las empresas que abordan el reto de crecer. Ello no hace sino contribuir al endémico problema de la insuficiencia de escala de nuestro tejido empresarial.⁽¹⁾ Ciertamente, la situación de alarma ante la crisis está estimulando múltiples reacciones por parte de los agentes privados y las autoridades, buscando soluciones al acuciante problema de la ausencia de liquidez. Conviene, no obstante, que lo urgente a corto plazo no desvíe la atención de lo importante a la larga. En concreto, es deseable que las medidas que ahora se tomen incorporen elementos que mejoren las posibilidades de expansión de las pymes españolas. Esto pasa, necesariamente, por potenciar los canales e instrumentos que proporcionan financiación a largo plazo (la que permite ampliar las operaciones, ya sea acometiendo inversiones en nuevas plantas o establecimientos, ya sea adquiriendo otras empresas complementarias o competidoras).

El gráfico siguiente presenta datos sobre la estructura de financiación empresarial según tamaño en España y otros países de su entorno.⁽²⁾ Ayuda a ilustrar tres hechos estilizados bien contrastados en múltiples ocasiones. El primero es que las empresas pequeñas descansan básicamente en la autofinanciación, y cuando el tamaño aumenta la financiación externa tiende a ganar protagonismo.⁽³⁾ El segundo es que la deuda constituye la modalidad de financiación externa dominante en las pymes, por delante de los instrumentos de capital. El tercero es que el canal básico de endeudamiento de estas empresas es el crédito bancario, que va cediendo espacio a la financiación vía mercado de capitales a medida que el tamaño crece. España es un buen exponente de estas pautas, destacando el peso relativamente menor de la financiación externa y, dentro de esta, la notable preponderancia de los préstamos bancarios, todo ello en paralelo a la menor escala de sus empresas. Algunas preguntas asaltan inmediatamente: ¿qué explica estos hechos estilizados?, ¿es una dinámica mejorable?, ¿cómo?

En el plano conceptual se manejan dos elementos fundamentales que explican las dificultades u obstáculos que afronta una empresa pequeña para acceder a la financiación externa. El primero es la existencia de un problema

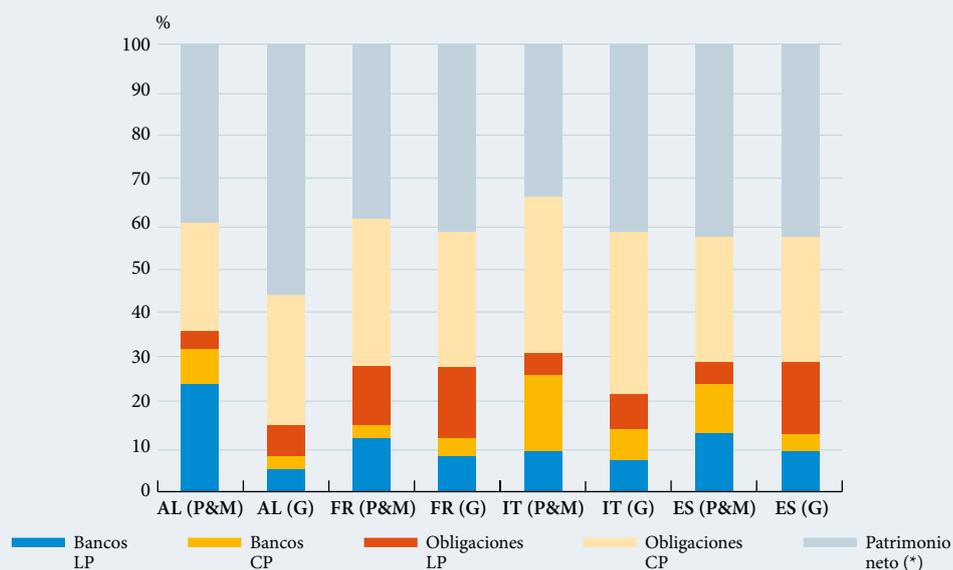
(1) Véase el recuadro «Empresa y productividad: una cuestión de tamaño», en este mismo volumen.

(2) Tomado de O. Arce, E. López y L. Sanjuán, «El acceso de las pymes con potencial de crecimiento a los mercados de capitales», Documento de Trabajo n.º 52, CNMV (2012).

(3) Esta circunstancia no se aprecia debidamente en el gráfico, dado que la rúbrica «patrimonio neto» engloba tanto los recursos generados internamente como los captados externamente (bolsa, *private equity*, etc).

ESTRUCTURA DEL PASIVO DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS

Promedio 2000-2009



NOTA: (*) Incluye capital, reservas, provisiones y devengos. P&M: Pequeñas y medianas empresas; G: Grandes empresas.

AL: Alemania; FR: Francia; IT: Italia; ES: España.

FUENTE: CNMV.

más severo que en el caso de las empresas grandes de «asimetría de información» entre los financiadores potenciales y el empresario/gestor. Es decir, un problema de opacidad (típicamente unido a una menor capacidad de ofrecer garantías) que frena o encarece la financiación. Esto es especialmente relevante cuando se pretende apelar a los mercados de capitales, y algo menos cuando se recurre al crédito bancario, en la medida que entidades bancarias adecuadamente preparadas pueden realizar tareas de vigilancia y control sobre la empresa. El segundo es estrictamente la cuestión de la escala: los costes de algunos instrumentos de financiación externa son tan altos que convierten en prohibitiva su utilización para operaciones de bajo volumen. Esto es lo que ocurre al considerar los costes (por procedimientos legales, comerciales, administrativos, etc.) de una emisión de bonos en el mercado de capitales, y más aún en el caso de una salida a bolsa. Además de este tipo de factores referidos a la «oferta», son importantes también los que limitan la «demanda», en especial las reticencias de muchos pequeños empresarios a aceptar lo que conciben como injerencias en el control de la empresa.

Numerosos estudios han documentado que la eliminación de obstáculos a la financiación reporta beneficios para el conjunto de la economía y la sociedad.⁽⁴⁾ Más en concreto, una conclusión ampliamente aceptada⁽⁵⁾ es que resulta muy fructífero ampliar las posibilidades de financiación de las pymes, en especial facilitar su acceso a recursos estables de largo plazo, procedentes de proveedores diversificados, y referidos tanto al capítulo de capital como al de deuda (permitiendo así optimizar la estructura de pasivo con arreglo a la evolución de las condiciones, y acom-

(4) Destacan las aportaciones pioneras de R. Levine, «Finance and Growth: Views and Agenda», *Journal of Economic Literature*, Vol. 35, (1997) y la de R. Rajan y L. Zingales, «Financial Dependence and Growth», *American Economic Review*, Vol. 88, (1998).

(5) Véase T. Beck, A. Demirguc-Kunt, L. Laeven y R. Levine, «Finance, Firm Size and Growth», *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 40, (2008).

pasando el proceso de crecimiento). Esta observación es de especial relevancia para España en el actual proceso de reforma profunda del sector financiero, ya que se abre la oportunidad de corregir ineficiencias y carencias que han ido acumulándose al hilo tanto de la regulación como de las prácticas de los agentes privados.⁽⁶⁾

A las propias pymes les conviene hacer todo lo posible por mejorar la transparencia sobre su actividad ante los posibles financiadores. La vía directa es comunicando su estrategia, proporcionando puntualmente sus cuentas auditadas, informando de hechos relevantes, etc. Una vía indirecta es profesionalizando la gestión y mejorando las prácticas de gobierno corporativo. La incorporación de consejeros independientes o la entrada de accionistas con buena reputación suelen significar una señal positiva para el resto de inversores y prestamistas. Por otro lado, instrumentos que permiten ampliar las posibilidades de ofrecer garantías (como por ejemplo las Sociedades de Garantía Recíproca) podrían utilizarse con más profusión. A las autoridades les corresponde diseñar las reformas regulatorias atendiendo simultáneamente a las necesidades apremiantes del corto plazo y los desafíos del largo plazo. En este sentido, mercados bancarios y mercados de capitales (acciones y bonos) son áreas que deben complementarse para permitir la financiación de la expansión de las pymes en condiciones satisfactorias.

En cuanto a los canales bancarios, conviene vigilar que los efectos combinados de las múltiples iniciativas de reforma en respuesta a la crisis no generen incentivos perversos de cara a la financiación de las pymes con potencial de crecimiento. Un ámbito determinante es la estructura y configuración del sector. El modelo de «banca universal y relacional» ha demostrado sus ventajas: disponer de un grupo de entidades con elevada capilaridad sobre el terreno (cercanas por lo tanto a las empresas), a la vez que músculo y *know-how* financieros, permite acompañar a las pymes en su proceso de crecimiento, ofreciéndoles una gama amplia de productos y servicios (desde los propios de la banca comercial a los más asociados a la banca de inversión). Y todo ello cultivando las relaciones de confianza a largo plazo. Sería, pues, conveniente que las reformas preservasen este modelo. Otro frente importante es la regulación prudencial bancaria (solventía y liquidez), cuyo endurecimiento es una amenaza que planea sobre la oferta de crédito en general y para las pymes en particular. Hay elementos de esta regulación que pueden ser trascendentales, como por ejemplo el tamaño máximo para recibir la consideración de pyme, que convendría elevar.⁽⁷⁾

Por lo que respecta a los mercados de capitales, las actuaciones de las autoridades deberían ir dirigidas a facilitar el acceso en condiciones razonables de las pymes: eliminar barreras y rebajar costes son los objetivos. Los mercados de capitales de renta fija han sido tradicionalmente coto de las empresas grandes, por los motivos antes mencionados. Ello está significando un privilegio, ya que durante estos últimos años de crisis financiera los mercados de bonos corporativos internacionales han mantenido un vigor envidiable, en contraste con la atonía del crédito bancario. Aunque su posición de partida no es muy propicia, España podría sumarse a los esfuerzos que diversos países están empezando a realizar para que las pymes se adentren en estos mercados. El Reino Unido es un caso destacado, con proyectos como la creación de agencias que centralicen y agreguen las emisiones.⁽⁸⁾ Asimismo, la reciente creación de la plataforma SEND para la negociación electrónica de renta fija es un instrumento que puede ser de gran ayuda en este propósito.

Los mercados de renta variable constituyen un terreno más conocido, pero lo cierto es que poco transitado, por la pyme española. Cabe diferenciar dos grandes ámbitos: el mercado alternativo bursátil (MAB) y el *private equity*. En 2008 tuvo lugar la creación de MAB Expansión, un segmento específicamente concebido para las empresas de

(6) Pueden consultarse las ponencias del «Seminario sobre la Financiación de las Pymes» organizado por el Banco de España y la CNMV en febrero de 2012. También la monografía «Pyme: impacto y retos de la crisis en su financiación» de la Fundación de Estudios Financieros (2012).

(7) Véase la Circular 3/2008 del Banco de España.

(8) «Boosting finance options for business», Report of industry-led working group on alternative debt markets, U.K. Government, March 2012.

crecimiento. Los resultados están siendo prometedores, pero lejos todavía de su verdadero potencial. Es necesario insistir en el empeño, mediante acciones divulgativas y relajando donde sea posible los requisitos de acceso.⁽⁹⁾ El desarrollo del *private equity* presenta también un recorrido de mejora muy amplio en España, especialmente en el segmento crítico del capital desarrollo. La lista de medidas que podrían potenciarlo es amplia, pero en estos momentos las más resolutivas no harían referencia a las propias entidades o fondos de *private equity*, sino al resto de agentes involucrados. Es crucial, en primer lugar, cambiar la predisposición de los pequeños empresarios, fomentando actitudes más abiertas respecto al gobierno corporativo y al control accionario. En segundo término, estimular las fuentes de financiación última de las entidades de *private equity*, por ejemplo a través de los fondos de inversión, de pensiones y las compañías de seguro.

Todas estas consideraciones en modo alguno constituyen una lista exhaustiva, pero sí permiten advertir el amplio campo de acción existente para las políticas públicas y la iniciativa privada en el ámbito de la financiación de las pymes, particularmente en el reto que supone impulsar su crecimiento a largo plazo.

(9) Incluso un país con mercados bursátiles tan desarrollados como Estados Unidos sigue promoviendo iniciativas de referencia, por ejemplo la recién «Jumpstart Our Business Start-Ups Act», que pretende aligerar los requisitos regulatorios de las empresas que salen a bolsa.

*Este recuadro ha sido elaborado por Pilar Buil y Avelino Hernández
Área de Estudios y Análisis Económico, "la Caixa"*

Actividad económica

En el primer trimestre, el PIB se contrae un 0,4% intertrimestral.

De nuevo en recesión

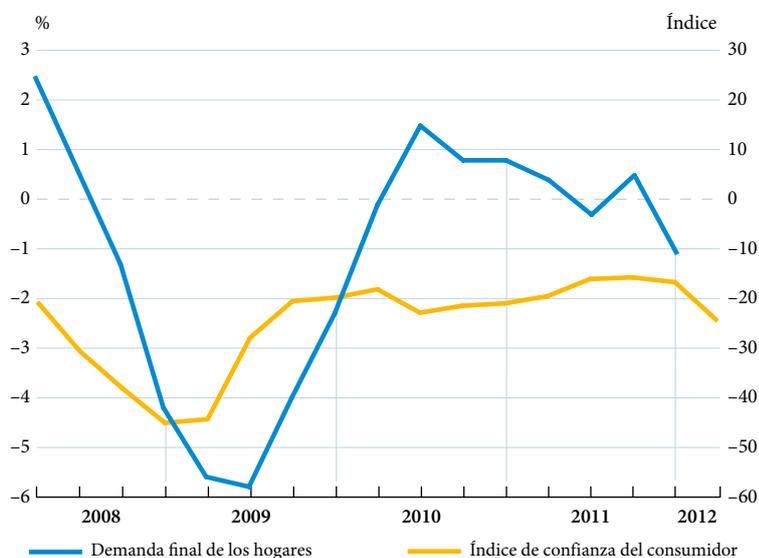
El Banco de España acaba de confirmar la segunda recesión de la economía española en poco más de dos años. De acuerdo a lo adelantado por el supervisor bancario, el producto interior bruto (PIB) cayó en el primer trimestre de 2012 un 0,4% intertrimestral, hasta situar su tasa de variación interanual en terreno negativo con una caída del 0,5%. El buen comportamiento del sector exterior no fue suficiente para compensar la debilidad de la demanda interna y la falta de inversión. El tono recesivo de la actividad podría acentuarse en los próximos meses ya que la presentación de los Presupuestos Generales del Estado, que determinan en buena medida el ritmo de la actividad el resto del año, además de

ser los más austeros desde el inicio de la crisis, no parecen haber conseguido, por el momento, eliminar las incertidumbres que rodean el proceso de consolidación fiscal y reimpulsar la confianza.

El consumo final de los hogares representa casi el 60% de nuestra economía, por lo que conocer las causas de su contracción interanual del 1,1% en el cuarto trimestre de 2011 permite extraer valiosas lecciones de cara al futuro. La tasa de ahorro de los hogares e instituciones sin fines de lucro se situó en el 11,6% de su renta disponible en 2011, 2,3 puntos menos que el año anterior. Dado que no se ha producido un aumento del ahorro por precaución ante las turbulencias financieras, la caída del consumo de los hogares en el cuarto tri-

EL CONSUMO DE LOS HOGARES SE MANTIENE MUY DÉBIL

Variación interanual del consumo de los hogares e índice de confianza del consumidor



FUENTES: Ministerio de Economía y Hacienda, INE y elaboración propia.

INDICADORES DE DEMANDA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2010	2011	2011				2012		
			I	II	III	IV	Enero	Febrero	Marzo
Consumo									
Producción de bienes de consumo (*)	0,8	-1,0	-1,5	-0,8	0,7	-2,2	-1,4	-5,1	...
Importación de bienes de consumo (**)	-9,5	-2,2	-1,1	-8,7	1,2	0,4	-2,2	-3,8	...
Matriculaciones de automóviles	3,1	-17,7	-27,3	-26,4	-0,7	-5,5	2,5	-2,1	-4,5
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	-28,9
Inversión									
Producción de bienes de equipo (*)	-3,3	0,8	3,0	2,5	2,6	-4,8	-7,2	-10,6	...
Importación de bienes de equipo (**)	6,5	-3,1	2,3	-4,9	-1,5	-7,2	-11,3	-6,4	...
Matriculación de vehículos industriales	7,0	-6,6	-2,2	-11,2	5,8	-15,1	-17,4	-18,1	-21,0
Comercio exterior (**)									
Importaciones no energéticas	10,3	1,0	7,4	-0,7	0,8	-3,1	-6,8	-3,4	...
Exportaciones	15,6	10,1	16,0	9,0	10,9	5,4	1,9	-0,2	...

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.

mestre se debió a la caída de su renta bruta disponible. De hecho, esta disminuyó un 1,5% interanual debido principalmente a la caída de la remuneración de los asalariados en un 2,1%.

Si la caída del consumo en el cuarto trimestre hubiera sido por un incremento de la tasa de ahorro, la recuperación del consumo hubiera podido ser relativamente rápida, tan pronto como se recuperase la confianza. Sin embargo, al deberse a la disminución de la renta disponible, la recuperación del consumo probablemente será más lenta. Según la primera estimación del Banco de España, el consumo de los hogares siguió mostrando una notable debilidad en el primer trimestre de 2012 y anotó un retroceso intertrimestral del 0,4%.

La pobre evolución del mercado laboral, la caída de la renta bruta disponible y la pérdida de poder adquisitivo (los salarios se incrementan por debajo de la inflación y

han subido los tipos del impuesto a la renta sobre las personas físicas (IRPF)), se suman al clima de incertidumbre y precipitan la caída de la confianza del consumidor. En el mes de marzo, concretamente, el índice de confianza del consumidor cayó hasta niveles de la primavera de 2009 y en los últimos tres meses acumula un deterioro de más de 13 puntos. Una disminución tan rápida de la confianza del consumidor solo se había producido con anterioridad en 2008. Otros indicadores de demanda como las matriculaciones de automóviles fueron un poco más benévolos y anotaron en marzo un descenso del 4,5% respecto al mismo mes del año pasado, lejos de la caída del 21% interanual experimentada por la matriculación de vehículos industriales en ese mismo periodo.

Por el lado de la oferta, los indicadores correspondientes a los tres primeros meses del año tampoco son nada halagüeños. El índice de producción industrial regis-

La tasa de ahorro de los hogares disminuyó hasta el 11,6% en 2011.

INDICADORES DE OFERTA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2010	2011	2011				2012		
			I	II	III	IV	Enero	Febrero	Marzo
Industria									
Consumo de electricidad (1)	2,9	-1,1	0,5	0,5	-1,1	-4,0	-2,6	-1,4	-2,0
Índice de producción industrial (2)	0,8	-1,4	1,8	-1,1	-1,4	-5,0	-4,3	-5,1	...
Indicador de confianza en la industria (3)	-13,8	-12,5	-8,6	-10,7	-14,4	-16,5	-14,8	-14,2	-15,5
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	-3,2	...
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	-47,6
Viviendas (visados obra nueva)	-17,3	-14,6	-6,8	-19,5	-5,3	-26,1	-30,7	...	...
Licitación oficial	-38,0	-46,2	-45,5	-35,0	-45,2	-59,7	-67,6	...	...
Servicios									
Ventas comercio minorista (6)	-1,0	-5,4	-5,9	-5,1	-4,2	-6,5	-5,4	-6,2	...
Turistas extranjeros	1,0	7,5	2,2	10,4	8,5	6,1	4,6	0,8	...
Ingresos turismo	3,9	8,6	6,7	12,2	8,8	5,7	3,3	...	...
Mercancías ferrocarril (t-km)	6,4	2,0	8,2	1,8	7,7	-9,8	-8,1	-8,5	...
Tráfico aéreo pasajeros	2,9	6,0	5,0	10,6	6,2	1,5	-3,0	-5,7	-7,0
Consumo de gasóleo automoción	-1,2	-3,7	-1,6	-4,6	-2,7	-5,7	-3,4	...	...

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.

Los indicadores de oferta y demanda no son halagüeños.

tró en febrero, una vez eliminado el efecto calendario, un descenso del 5,1% respecto al mismo mes del año pasado, ocho décimas menos que en enero. Las ventas minoristas también empeoraron en febrero y anotaron un descenso del 6,2% interanual. Los indicadores de confianza de la industria y la construcción, de los cuales disponemos de datos del mes de marzo, mantienen una tendencia negativa, al igual que los datos sobre electricidad o tráfico aéreo de pasajeros.

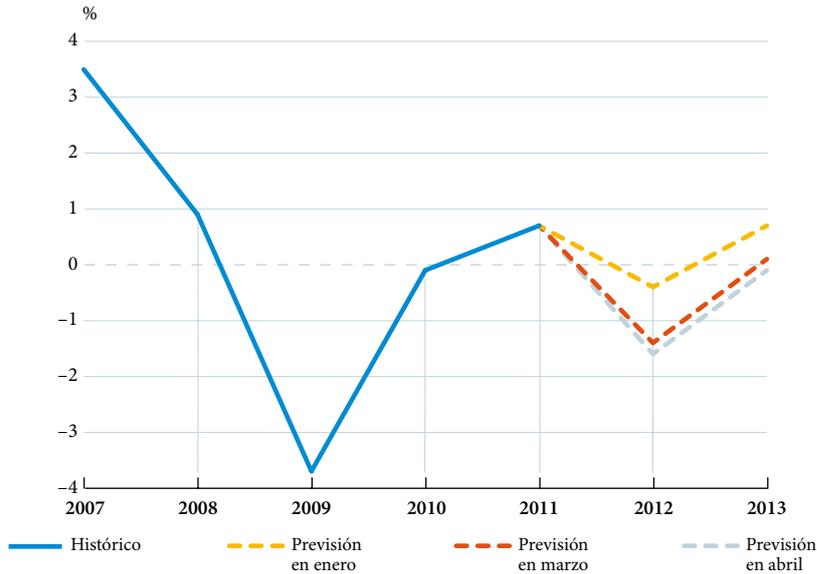
Por otro lado, la aportación del sector exterior sigue siendo vital para atenuar la caída del producto interior bruto. Sin em-

bargo, la ralentización de la actividad que también están experimentando nuestros socios comerciales, principalmente europeos, está moderando el crecimiento de las exportaciones, y por tanto su contribución al PIB.

Los datos correspondientes al mes de febrero muestran que en términos reales el volumen de las exportaciones disminuyó, un 0,2%, por primera vez desde 2009. Este último dato confirma la ralentización del comercio exterior ante la debilidad de la demanda agregada. Las importaciones siguen una tendencia similar y su volumen en términos reales también se redujo. Si en

LAS PERSPECTIVAS DE CRECIMIENTO DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA EMPEORAN

Variación anual del PIB esperada



FUENTES: Consensus Forecasts y elaboración propia.

el último trimestre de 2011 la eurozona se contrajo un 0,3% intertrimestral, el consenso de estudios económicos prevé un crecimiento para 2012 del -0,4% interanual. Hecho que, de confirmarse, limitará la contribución del sector exterior al crecimiento de la actividad en España.

En este entorno de empeoramiento de las perspectivas, el Gobierno presentó el proyecto de los Presupuestos Generales del Estado (PGE), que define el proceso de consolidación fiscal a seguir por la Administración central. A pesar de ser un presupuesto muy austero (para un análisis en profundidad consultar el capítulo sector público), en la semana siguiente al anuncio de los presupuestos la prima de riesgo permaneció por encima de los 400 puntos y el Ibx perdió el 2,9% de su valor. Las dudas sobre la capacidad de ajustar las cuentas

públicas permanecen y se unen a la incertidumbre sobre el proceso de reestructuración bancaria. De ahí que el Gobierno anunciase un ajuste adicional de 10.000 millones en educación y sanidad.

El anuncio de un plan creíble de consolidación fiscal a medio plazo es de necesidad imperiosa de cara a recobrar la confianza. Una mejora permitiría no solo la relajación de los tipos de financiación del Estado, sino el retorno de flujos de inversión y emprender el camino de vuelta al crecimiento. España tendrá que presentar próximamente ante la Unión Europea el programa de estabilidad donde detalle el conjunto de medidas económicas para los próximos tres años. Una definición clara de la vía para reducir el déficit hasta el 3% en 2013 sería un paso muy importante para empezar a retomar la credibilidad.

El sector exterior comienza a dar signos de debilidad.

La presentación de los presupuestos no consigue que retorne la confianza.

Mercado de trabajo

Las partidas destinadas al mercado laboral copan el 11% del presupuesto.

EL 36% de los parados no recibe ningún tipo de prestación.

El desempleo en las cuentas públicas

El incremento del número de parados experimentado de forma casi ininterrumpida desde el inicio de 2007 no solo refleja el deterioro de la actividad económica, sino que implica una serie de costes adicionales para el Estado. Las partidas destinadas a cubrir las prestaciones por desempleo y el fomento del empleo suponen el 9% y el 2%, respectivamente, del Presupuesto consolidado de gasto de 2012. Un coste adicional del desempleo se deriva también de la caída de las cotizaciones a la Seguridad Social, resultado del descenso de la afiliación, que provoca la disminución de los ingresos y, junto a un gasto en pensiones creciente, ejerce una fuerte presión sobre las cuentas de la Seguridad Social.

En marzo, el número de parados registrados aumentó en 38.769 personas y alcanzó un total de 4.750.867 personas desempleadas. El desempleo ha aumentado de forma continuada desde julio del año pasado, pero si tenemos en cuenta la estacionalidad la última vez que disminuyó el paro fue en diciembre de 2010. En los últimos doce meses, el Servicio Público de Empleo Estatal (SEPE) registró un incremento del 9,6% en el número de parados.

Según los últimos datos disponibles, de los 4.750.867 parados registrados en febrero solamente 3.023.142 se beneficiaron de algún tipo de prestación. Es decir, la tasa de cobertura del mes de febrero se situó en el 64%. Desde marzo de 2010, poco más de dos años desde el comienzo de la crisis, las

PARO REGISTRADO POR SECTORES, SEXO Y EDADES

Marzo 2012

	Parados	Variación sobre diciembre 2011		Variación sobre el mismo periodo del año anterior		% participación
		Absoluta	%	Absoluta	%	
Por sectores						
Agricultura	168.344	22.383	15,3	24.913	17,4	3,5
Industria	539.832	30.362	6,0	34.659	6,9	11,4
Construcción	810.375	34.447	4,4	47.847	6,3	17,1
Servicios	2.819.402	206.873	7,9	287.978	11,4	59,3
Primer empleo	412.914	34.443	9,1	21.801	5,6	8,7
Por sexos						
Hombres	2.371.782	162.044	7,3	221.534	10,3	49,9
Mujeres	2.379.085	166.464	7,5	195.664	9,0	50,1
Por edades						
Menores de 25 años	508.879	48.318	10,5	25.628	5,3	10,7
Resto de edades	4.241.988	280.190	7,1	391.570	10,2	89,3
TOTAL	4.750.867	328.508	7,4	417.198	9,6	100,0

FUENTES: Servicio Público de Empleo Estatal y elaboración propia.

prestaciones asistenciales y la renta mínima de inserción (prestaciones no contributivas) superaron en número a las prestaciones contributivas. Esto se debe a que las prestaciones contributivas, aquellas que solo tienen derecho a cobrar las personas que han cotizado previamente, se extienden por una duración máxima de dos años. La cuantía de las contributivas, cuyo promedio en el mes de febrero ascendió a 866 euros, es generalmente superior a las no contributivas.

Otra forma de mirar estos mismos datos es fijarse en los 1.689.000 parados registrados en febrero que no tenían ningún tipo de prestación. La encuesta de población activa (EPA) contabilizaba en diciembre 5.274.000 parados, por lo que si utilizamos esta estimación, considerada un mejor indicador del pulso del mercado laboral, el número de parados sin prestación asciende hasta los 2.346.500. La tasa de cobertura en diciembre cae desde el 66% al 56%, según el paro sea computado a través del SEPE o estimado a través de la EPA.

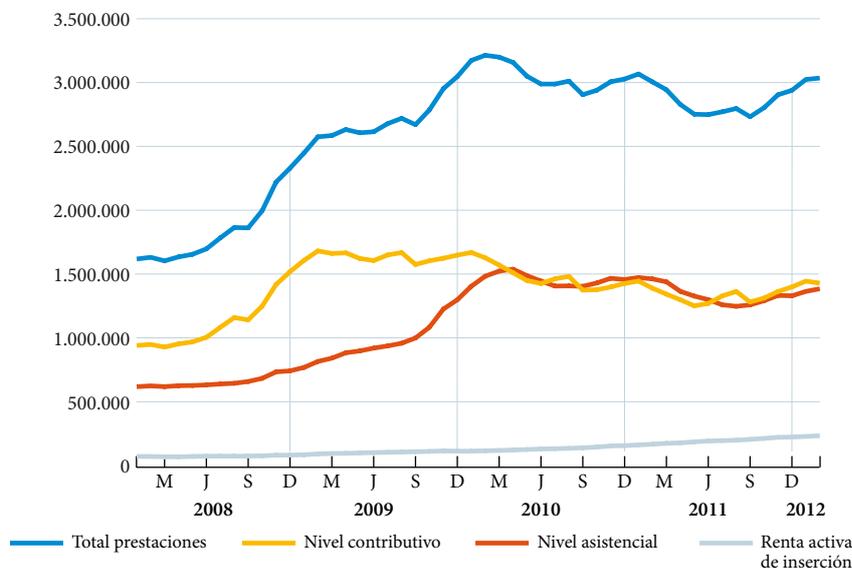
Respecto a los parados que sí reciben prestación, en 2011 su número total disminuyó un 2,9%. Las prestaciones asistenciales destacaron con una caída del 8,8%, en claro contraste con el incremento en un 44,5% del número de beneficiarios de la renta mínima de inserción, aquella destinada a complementar los ingresos de personas con recursos económicos mínimos.

El derecho al cobro de una prestación por desempleo tiene, en general, carácter temporal, por lo que a medida que se alarga la crisis tiende a disminuir el número de personas que recibe prestaciones. De ahí que la tasa de cobertura haya disminuido 11 puntos desde el 75% registrado en 2010. Por ello, el Gobierno ha estimado en los Presupuestos Generales de 2012 que el número de beneficiarios a nivel contributivo se mantendrá constante respecto a diciembre de 2011, a pesar de que este año se destruirán 631.100 puestos de trabajo según las propias previsiones gubernamentales. De momento, en los primeros dos meses del año el número de beneficiarios de

El paro sigue en aumento, pero baja la tasa de cobertura.

LAS PRESTACIONES NO CONTRIBUTIVAS YA SUPERAN A LAS CONTRIBUTIVAS

Número de beneficiarios



FUENTE: Servicio Público de Empleo Estatal.

INDICADORES DE EMPLEO

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2010	2011	2011				2012		
			I	II	III	IV	Enero	Febrero	Marzo
Afiliados a la Seguridad Social (1)									
Sector de actividad									
<i>Industria</i>	-4,8	-2,7	-2,8	-2,4	-2,4	-3,3	-3,7	-4,2	-4,6
<i>Construcción</i>	-13,4	-12,2	-9,6	-11,4	-13,0	-14,9	-15,5	-16,6	-17,0
<i>Servicios</i>	0,0	0,2	0,3	0,5	0,3	-0,3	-0,8	-0,9	-1,1
Situación profesional									
<i>Asalariados</i>	-1,8	-1,4	-1,1	-1,0	-1,3	-2,1	-2,6	-2,9	-3,2
<i>No asalariados</i>	-2,8	-1,2	-1,6	-1,2	-1,0	-1,0	-1,6	-1,2	-1,3
Total	-2,0	-1,3	-1,2	-1,0	-1,2	-1,9	-2,4	-2,6	-2,8
Población ocupada (2)	-2,3	-1,9	-1,3	-0,9	-2,1	-3,3	-	-	-
Puestos de trabajo (3)	-2,6	-2,0	-1,6	-1,3	-2,0	-3,3	-	-	-
Contratos registrados (4)									
Indefinidos	-6,4	-9,6	-1,8	-5,0	-8,4	-22,8	-26,1	-21,1	-11,4
Temporales	3,8	1,0	0,7	3,9	0,9	-1,2	-5,0	-3,5	-11,1
Total	2,8	0,1	0,4	3,1	0,2	-3,0	-6,9	-5,2	-11,1

NOTAS: (1) Datos medios mensuales.

(2) Estimación de la encuesta de población activa.

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

(4) En el Servicio Público de Empleo Estatal.

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

El presupuesto destinado al desempleo desciende un 5,5%.

prestaciones contributivas ha aumentado un 1,4% respecto al mismo periodo de 2011.

Estas estimaciones, unidas al ligero descenso del número de beneficiarios de prestaciones no contributivas, se traducen en una caída del 5,5% de la partida destinada al desempleo respecto al Presupuesto inicial de 2011, hasta alcanzar los 28.800 millones de euros. Los presupuestos recogen, además, una reducción de las partidas destinadas al fomento del empleo del 21,3%.

Por otro lado, el deterioro del mercado laboral no solo se manifiesta a través del incremento del número de parados, sino también a través de la caída de las cotizaciones a la Seguridad Social. Aunque el número medio de afiliados a la Seguridad Social aumentó en marzo en 5.419 personas hasta situarse en los 16.902.530 traba-

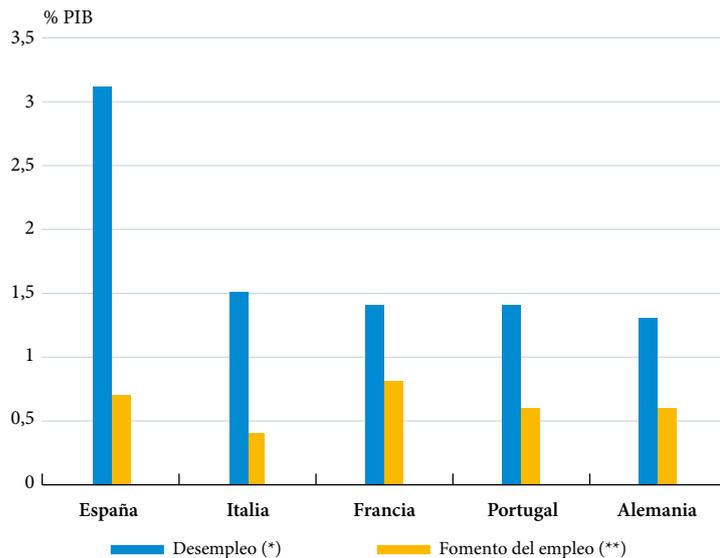
jadores, si tenemos en cuenta la estacionalidad el número de afiliados disminuyó en 56.021 personas. La caída de la afiliación supone unos menores ingresos por cotizaciones en la Seguridad Social. Las cuotas de los trabajadores sirven para financiar las pensiones, por lo que desciende el nivel de ingresos y aumenta la presión sobre las cuentas de la Seguridad Social (para una evaluación más detallada, consúltense el capítulo de sector público).

Un análisis a nivel europeo otorga una perspectiva del esfuerzo del Estado respecto al mercado laboral. Los últimos datos disponibles de Eurostat, correspondientes a 2010, revelan que España es el país que más recursos dedica a políticas de empleo, un 3,9% del PIB, punto y medio más que el segundo país, Francia. Dado su alto número de desempleados, España uti-

España es el país europeo que dedica más recursos a políticas de empleo.

ESPAÑA DEDICA EL 80% DE SUS RECURSOS PARA EL EMPLEO A CUBRIR EL DESEMPLEO

Gasto en políticas de empleo



NOTAS: (*) Incluye partidas para prestaciones por desempleo y prejubilaciones.

(**) Incluye partidas para formación, rotación de empleo, incentivos al empleo, apoyo al empleo y rehabilitación, creación directa de empleo e incentivos al emprendimiento.

FUENTES: Eurostat y elaboración propia.

liza el 80% de estos recursos a prestaciones por desempleo, un porcentaje similar a Italia pero más de 20 puntos por encima del porcentaje utilizado por Francia o Alemania.

En cuanto al gasto por beneficiario, en 2010 España dedicó 904 euros de prestaciones por desempleo por beneficiario y mes, cerca de la media de los países mostrados en el gráfico anterior, pero lejos de los 1.258 euros dedicados por Italia. En cuanto al gasto por beneficiario en políticas de fomento del empleo, España invir-

tió 200 euros por beneficiario y mes, menos de la mitad de los países de la muestra y muy lejos de los 820 euros invertidos por Francia.

En definitiva, el coste en el erario público no es más que uno de los múltiples impactos que el desempleo tiene para la sociedad. Aunque el gasto en políticas de empleo a nivel agregado parezca elevado, el análisis a nivel europeo del gasto en prestaciones y fomento del empleo por beneficiario permite matizar los resultados.

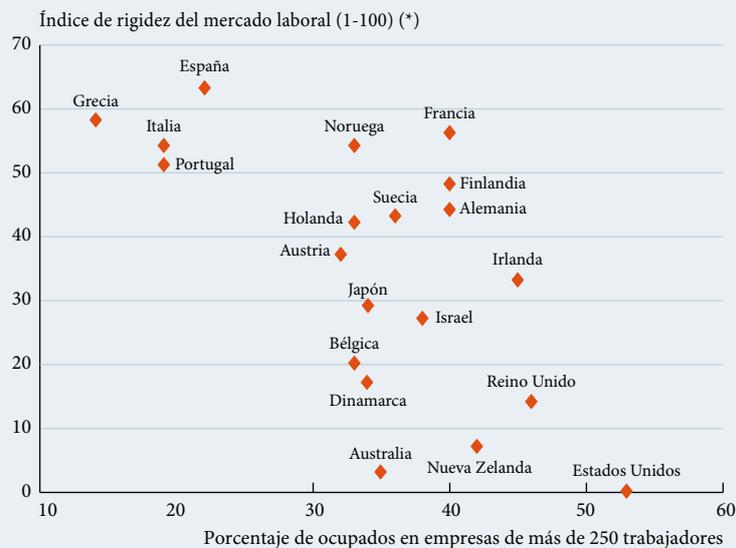
España invirtió la cuarta parte que Francia en fomento de empleo por beneficiario.

¿Favorece la regulación laboral el crecimiento empresarial?

La regulación del mercado laboral está en el punto de mira. La mayoría de países europeos han cambiado o están a punto de cambiar algunos aspectos clave de su legislación. El temor a un estancamiento económico ha hecho que temas considerados tabú hasta la fecha, como los costes de despido o la negociación colectiva, estén encima de la mesa. Las reformas que se están discutiendo parecen amplias y profundas. Sin embargo, prácticamente nada se ha dicho sobre el distinto trato de la legislación laboral a las empresas en función de su tamaño. Este aspecto, según varios estudios, podría estar limitando sobremanera el crecimiento del tejido productivo de los principales países europeos.

Como se ha comentado en el recuadro «Empresa y productividad: una cuestión de tamaño», en general el tamaño empresarial es una condición indispensable para poder mejorar la productividad y ganar cuota exportadora. La regulación del mercado laboral no es ajena a todo ello. La relación entre el grado de flexibilidad del mercado laboral y el tamaño empresarial es evidente. Como muestra el gráfico siguiente, es en los países con un mercado laboral más flexible donde el porcentaje de los ocupados en grandes empresas es mayor.

A MAYOR FLEXIBILIDAD DEL MERCADO LABORAL, MÁS TAMAÑO EMPRESARIAL



NOTA: (*) Números mayores del índice están asociados a mayores rigideces del mercado laboral.

FUENTES: OCDE, Banco Mundial y elaboración propia.

Esta relación, sin embargo, no se puede interpretar de forma causal. Podría ser, por ejemplo, que los países con mayores rigideces en su mercado laboral estuvieran especializados en industrias en las que el tamaño óptimo de la empresa es menor. Un estudio publicado por la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) utiliza técnicas estadísticas más sofisticadas que permiten tener en cuenta precisamente este tipo de consideraciones.⁽¹⁾ Su conclusión es contundente: una legislación excesivamente restrictiva del mercado laboral dificul-

(1) Véase «Product and labour markets interactions in OECD countries» (2001). G. Nicoletti, A. Bassanini, E. Ernst, S. Jean, P. Santiago and P. Swaim. WP 312.

ta la capacidad de crecimiento de muchas empresas. Ello hace que empresas que son muy productivas y que potencialmente podrían emplear a mucha gente limiten su tamaño; y viceversa, empresas que deberían desaparecer o ser muy pequeñas se aprovechan de ello y, a pesar de no ser demasiado productivas, tienen un tamaño considerable.

Esta relación podría ser especialmente preocupante en España. Como se observa en el gráfico anterior, España aparece como uno de los países con una de las regulaciones del mercado laboral más rígidas y, al mismo tiempo, es uno de los países con un menor peso de las grandes empresas. El estudio antes mencionado nos dice poco sobre qué aspectos de la regulación laboral pueden ser claves. Sin embargo, sí se han hecho análisis de casos concretos. Estos nos pueden ofrecer pistas de cuáles son los aspectos potencialmente decisivos.

En Francia, por ejemplo, el porcentaje de grandes empresas es significativamente menor que en Estados Unidos o el Reino Unido. Algunos estudios lo han relacionado con la existencia de un importante aumento de los costes laborales para las empresas que tienen más de cincuenta trabajadores. Estas empresas, por ejemplo, si quieren despedir a 10 o más trabajadores tienen que ofrecerles un plan social que tiene que ser aprobado por el Ministerio de Trabajo; o deben crear un comité para la seguridad y salud de sus trabajadores, los miembros del cual deben ser adecuadamente formados por la empresa. Un estudio de L. Garicano *et al.* concluye que el número de empresas que decide quedarse justo por debajo del umbral de los 50 trabajadores para evitar así la regulación es muy significativo y, por consiguiente, ello tiene importantes consecuencias para la capacidad de crecimiento del tejido productivo galo.⁽²⁾ De hecho, estiman que el coste generado por esta legislación es equivalente a un aumento de los salarios de entre el 5% y el 10%.

En Italia el peso de las empresas pequeñas es también muy importante y, en parte, ello también se debe al trato discriminatorio de la regulación laboral en función del tamaño de la empresa. Por ejemplo, en un despido declarado improcedente por el juez, las empresas que tienen más de 15 trabajadores deben readmitir al trabajador o darle una indemnización equivalente a 15 mensualidades. Las empresas con menos de 15 trabajadores no están obligadas a readmitir al trabajador y la indemnización que deben efectuar oscila entre las 2,5 y las 6 mensualidades. Los costes relacionados con los despidos colectivos también aumentan considerablemente a partir de los 15 trabajadores. Estos son solo dos ejemplos del aumento de los costes laborales que tienen las empresas italianas con más de 15 trabajadores. Según un estudio de Borgarello *et al.*, su impacto sobre la distribución del tamaño empresarial es significativo.⁽³⁾

Portugal es otro país en el que la regulación del mercado laboral ofrece importantes variantes en función del tamaño de la empresa. De hecho, algunos estudios sitúan este aspecto como uno de los factores clave para explicar la baja productividad del país durante la última década.⁽⁴⁾ Entre las distintas distorsiones existentes destacan, por un lado, los subsidios ofrecidos a las empresas de menos de 50 trabajadores para la contratación de jóvenes y para que inviertan y, por otro, las menores exigencias burocráticas requeridas a las empresas de menos de 20 trabajadores en los despidos por causas objetivas.

En España, la relación entre el tamaño empresarial y la regulación del mercado laboral todavía no se ha estudiado con profundidad, pero los ejemplos antes citados para Francia, Italia y Portugal son bastante parecidos a la regulación española. Los costes de despido, por ejemplo, no son iguales para todas las empresas. Aquellas con menos de

(2) Véase «Firm Size Distortions and the Productivity Distribution: Evidence from France» (2012). L. Garicano, C. Lelarge y J. V. Reenen.

(3) Véase «Identifying the effects of firing restrictions through size-contingent differences in regulation», F. Schivardi and R. Torrini, *Labour Economics*, 2008. También «Employment Protection Legislation and the Size of Firms», A. Borgarello, P. Garibaldi y L. Pacelli, *IZA Discussion Papers*, 2003.

(4) Véase «The incredible shrinking portuguese firm», S. Braguinsky, L. G. Branstetter y A. Regateiro, *NBER WP 17265*, 2011.

25 trabajadores, de los 20 días de indemnización por año trabajado, en caso de despido objetivo, 8 son proporcionados por el Fondo de Garantía Salarial. El contrato de apoyo a los emprendedores ofrece importantes beneficios fiscales a las empresas de menos de 50 trabajadores y los costes de representación sindical son crecientes con el tamaño de la empresa.

Las perspectivas de crecimiento de la economía española no son nada halagüeñas. En 2012, muy probablemente, el retroceso de la actividad volverá a ser notable y, a medio plazo, la capacidad de recuperación se verá lastrada por una demanda interna que deberá completar el proceso de desapalancamiento. El gran reto de la economía española es, por lo tanto, mejorar su productividad y hacer un giro hacia el sector exportador. Muchas empresas ya lo han hecho y son líderes a nivel mundial en su sector. Los obstáculos para aquellas empresas que pueden y quieren seguir este camino deben ser mínimos. España tiene que estar segura de que la regulación del mercado laboral no las penaliza, las apoya.

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

Precios

El peso de la regulación y los impuestos

En el último mes el Gobierno ha tomado varias decisiones que afectarán a la evolución de los precios en el próximo año. La subida de la tarifa regulada de la luz, el gas y las labores del tabaco, junto a los altos precios del petróleo, presionarán al alza la inflación a partir del mes de abril.

Tras dos meses de estabilidad, en marzo la tasa de variación interanual del índice de precios al consumo (IPC) descendió una décima respecto al mes anterior y se situó en el 1,9%. La inflación se ha estabilizado en los últimos meses en cotas cercanas al 2,0%, en contraste con la fuerte caída ex-

perimentada en los últimos compases de 2011.

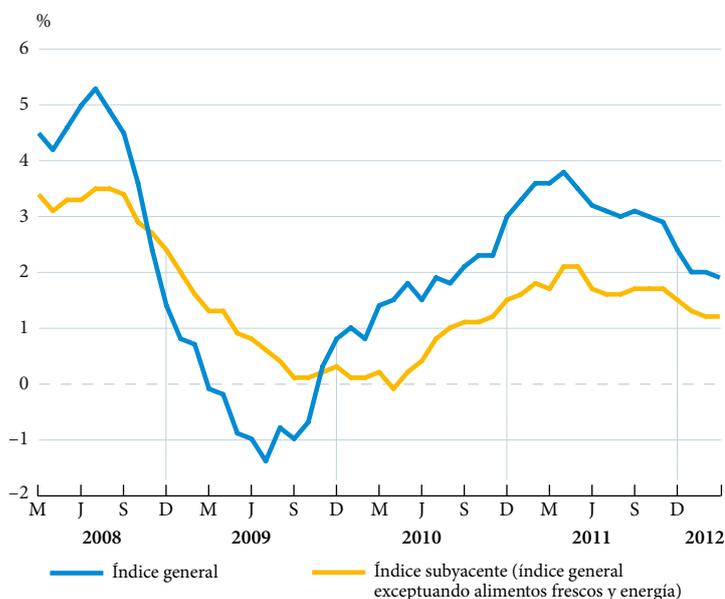
El principal responsable de esta caída fue el grupo de alimentos y bebidas no alcohólicas, que descendió 3 décimas respecto al mes de febrero y en marzo se situó en el 2,3%. Otros bienes y servicios, impulsados por la estabilidad de los precios de los seguros, también registraron 3 décimas menos que el mes anterior. Los seguros de automóvil son los que mejor evidencian el efecto base que explica esta caída, ya que, si en los tres primeros meses del año pasado el precio de los seguros de automóviles se incrementaron un 2,0%, este año los precios se han mantenido constantes. La caída de las matriculaciones a tasas cada

El IPC disminuyó una décima y se situó en el 1,9%.

El peso de los alimentos y bebidas no alcohólicas determinó la caída.

LA INFLACIÓN DISMINUYE LIGERAMENTE A PESAR DE LOS ALTOS PRECIOS DEL PETRÓLEO

Variación interanual del IPC



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística (INE).

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO

	2011			2012		
	% variación mensual	% variación s/diciembre 2010	% variación anual	% variación mensual	% variación s/diciembre 2011	% variación anual
Enero	-0,7	-0,7	3,3	-1,1	-1,1	2,0
Febrero	0,1	-0,6	3,6	0,1	-1,0	2,0
Marzo	0,7	0,1	3,6	0,7	-0,3	1,9
Abril	1,3	1,4	3,8			
Mayo	0,0	1,3	3,5			
Junio	-0,1	1,2	3,2			
Julio	-0,5	0,7	3,1			
Agosto	0,1	0,8	3,0			
Septiembre	0,2	1,0	3,1			
Octubre	0,8	1,8	3,0			
Noviembre	0,4	2,2	2,9			
Diciembre	0,1	2,4	2,4			

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

El transporte y la vivienda ejercen las mayores presiones inflacionistas.

vez mayores desde que empezó 2012 puede estar ayudando a contener los precios. Los seguros médicos y los seguros para vivienda también han experimentado subidas menores a las experimentadas en el primer trimestre del año pasado. El efecto base también se manifestó en la partida de vivienda, que disminuyó 2 décimas respecto a febrero debido a la menor subida del gasóleo para calefacción.

Los alimentos y bebidas no alcohólicas, otros bienes y servicios, la vivienda, y hoteles, cafés y restaurantes, que también registraron una leve caída, suman poco más de la mitad de toda la cesta de la compra y, conjuntamente, ejercieron una presión a la baja de poco más de una décima. Por el contrario, el ocio y la cultura registró en marzo una inflación moderada, del 0,7%, pero 3 décimas mayor a la del mes pasado, y, junto a la subida del vestido y calzado, explica que la caída final de la inflación fuese de una décima. Por su parte, la inflación subyacente, al excluir alimentos frescos y energía, se mantuvo constante en el 1,2%.

De cara al futuro, las partidas que seguirán ejerciendo una mayor presión sobre la inflación serán las partidas de transporte y vivienda, ya que actualmente registran una variación interanual de sus precios del 5,2% y del 3,1% respectivamente, y ambos engloban en su cómputo productos energéticos.

El precio del petróleo se ha incrementado un 15% en lo que va de año, lo que se ha traducido en un aumento interanual del precio de los carburantes y lubricantes del orden del 9,0% en el mes de marzo. Los carburantes forman parte de la partida de transporte, que es el segundo grupo que más pesa, un 15%, en la cesta de consumo. Otro factor que contribuirá, en menor medida, a elevar el precio del transporte será el alza de las tarifas de transporte urbano en varias comunidades autónomas y la subida de las tasas aéreas.

Por su parte, la partida de vivienda engloba no solamente el alquiler de la misma, sino los costes derivados de su mantenimiento. Así, los gastos en electricidad, gas

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO POR GRUPOS DE COMPONENTES

Marzo

	Índices (*)	% variación mensual		% variación s/diciembre anterior		% variación anual	
		2011	2012	2011	2012	2011	2012
Por clases de gasto							
Alimentos y bebidas no alcohólicas	101,6	0,3	0,1	0,3	0,5	1,8	2,3
Bebidas alcohólicas y tabaco	102,7	0,2	0,1	2,5	0,5	14,7	2,1
Vestido y calzado	95,1	3,6	3,9	-12,5	-12,7	0,3	0,2
Vivienda	102,2	0,4	0,2	3,5	0,9	8,1	3,1
Menaje	100,3	0,3	0,3	-0,6	-0,7	1,0	1,0
Medicina	97,7	0,1	0,0	0,1	-0,1	-1,2	-3,0
Transporte	105,1	1,5	1,5	3,9	4,2	9,8	5,2
Comunicaciones	97,2	0,0	0,1	-0,1	-1,9	-0,7	-3,4
Ocio y cultura	99,8	0,4	0,7	-0,9	-1,5	-1,0	0,7
Enseñanza	102,1	-0,1	0,0	0,0	0,1	2,2	2,9
Hoteles, cafés y restaurantes	100,2	0,3	0,2	0,5	0,2	1,8	0,9
Otros	101,6	0,5	0,1	1,6	0,9	3,1	2,0
Agrupaciones							
Alimentos con elaboración	102,0	0,2	0,1	1,0	0,6	3,7	2,7
Alimentos sin elaboración	101,1	0,5	0,1	-0,3	0,3	3,1	1,4
Conjunto no alimentario	100,9	0,9	0,8	0,0	-0,5	3,6	1,8
Bienes industriales	101,1	1,4	1,5	-0,6	-1,2	5,6	2,4
<i>Productos energéticos</i>	107,1	2,4	2,1	8,4	5,6	18,9	7,5
<i>Carburantes y combustibles</i>	109,6	3,3	2,8	8,4	7,7	20,3	9,9
<i>Bienes industriales sin productos energéticos</i>	98,6	1,0	1,2	-4,0	-4,0	0,7	0,3
Servicios	100,6	0,3	0,2	0,6	0,1	1,7	1,2
Inflación subyacente (**)	100,2	0,5	0,5	-0,9	-1,2	1,7	1,2
ÍNDICE GENERAL	101,1	0,7	0,7	0,1	-0,3	3,6	1,9

NOTAS: (*) Base 2006 = 100.

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

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

y otros combustibles configuran una importante parte del consumo en vivienda. En este sentido, la decisión del Gobierno de incrementar la Tarifa de Último Recurso (TUR) un 7% para los consumidores domésticos se une a la decisión, también gubernamental, de incrementar un 5% la tarifa reguladora del gas. Con estas medidas se pretende cumplir el auto del Tribunal Supremo y limitar el déficit de tarifa eléctrica para 2012 en 1.500 millones, para lo que además se tomaron medidas adicio-

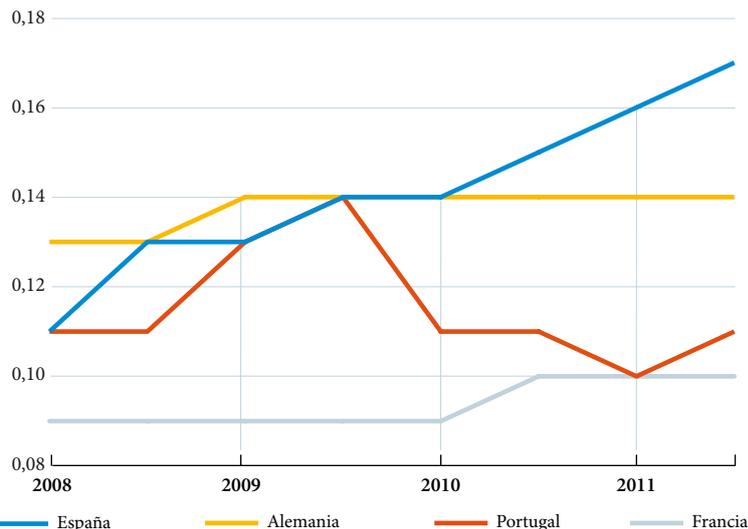
nales relativas a los pagos por distribución, capacidad y transporte que cobran las empresas. Asimismo, la subida del gas, que también viene acompañada de una reorganización del sector, trata de atajar el creciente déficit del sector gasista.

La subida de la TUR para hogares se complementó con la subida del precio de la parte regulada para otros colectivos, por lo que la luz sube un 4,1% para las pequeñas y medianas empresas, un 2,8% para

La subida de la electricidad y el gas se sumará a los altos precios del petróleo.

LOS HOGARES ESPAÑOLES PAGAN MÁS POR LA ELECTRICIDAD QUE SUS HOMÓLOGOS EUROPEOS

Euros por kilovatio-hora excluyendo impuestos



FUENTES: Eurostat y elaboración propia.

El tabaco subirá debido al aumento de los impuestos especiales.

la mediana industria y un 0,9% para las grandes empresas. Los últimos datos disponibles, pertenecientes al último semestre de 2011, revelan que el coste de la luz por kilovatio-hora para el consumidor español es el más alto de Europa. De hecho, al cierre de 2011 el precio de la luz en España era un 21% más alto que en Alemania y un 66% mayor que el de Francia.

Otra de las medidas tomadas por el Gobierno que influirá en la inflación de los próximos meses es el aumento de los impuestos especiales sobre el tabaco. Además del IVA, el Gobierno tasa el alcohol y las bebidas derivadas, la cerveza, la electricidad, los hidrocarburos, el tabaco y otros productos intermedios con un impuesto indirecto adicional. Estos bienes comparten la característica de ser inelásticos, es decir, ante incrementos de los precios la caída de la demanda es de un orden infe-

rior. Con el incremento de las labores al tabaco se pretende recaudar unos ingresos adicionales de 150 millones de euros, según recogen los Presupuestos Generales del Estado. En 2011 se recaudaron 18.983 millones de euros a través de los impuestos especiales, de los que la mitad correspondieron a hidrocarburos, el 40% al tabaco y el 7% a la electricidad. El año pasado los impuestos especiales sumaron el 40% del total de ingresos generados por el IVA.

En definitiva, las decisiones gubernamentales, además de tener un efecto recaudatorio, tienen un impacto en el nivel de precios. En los próximos meses, la subida de los productos energéticos se traducirá en presiones inflacionistas en algunos grupos de la cesta de consumo. La debilidad de la demanda prevendrá que esta subida se traslade a un aumento generalizado de los precios de todos los grupos del IPC.

Sector exterior

El crecimiento de las exportaciones muestra signos de agotamiento

Durante los dos últimos años, las exportaciones de bienes y servicios registraron un importante dinamismo. Como consecuencia, las previsiones situaban al sector exterior como el componente mitigador de la débil demanda doméstica de 2012, para posteriormente convertirse en el principal motor de la recuperación económica. Sin embargo, los datos de febrero ratificaron la ralentización de las exportaciones de bienes mostrada un mes atrás. Esta evolución concuerda con el menor crecimiento del comercio mundial previsto por el Fondo Monetario Internacional (FMI) para este año. Concretamente, espera que las exportaciones de los países avanzados aumente un 2,3% anual, 3 puntos porcentuales por

debajo del incremento del año anterior. Ante este escenario, parece adecuado revisar ligeramente las previsiones del sector exterior para 2012.

La evolución de las exportaciones reales, es decir, una vez descontado el efecto de los precios, registró una caída del 0,2% interanual en febrero. Se trata de la primera contracción desde octubre de 2009. Como muestra el gráfico siguiente, esta caída de las exportaciones reales mantuvo la tendencia decreciente mostrada desde enero de 2011. Todo apunta a la debilidad de la demanda externa como motivo del agotamiento de esta vía de crecimiento.

En efecto, la evolución de las exportaciones nominales de bienes refleja la debilidad de la demanda de la zona del euro,

**El comercio mundial
ralentizará su ritmo
de crecimiento en 2012
según el Fondo Monetario
Internacional.**

LAS EXPORTACIONES REALES ACENTÚAN SU SENDA DECRECIENTE

Variación interanual de las exportaciones reales



FUENTES: Ministerio de Economía y elaboración propia.

Las exportaciones a la zona del euro se reducen un 1,3% interanual durante el primer bimestre de 2012.

destino de más de la mitad de los productos exportados por España en 2011. En el primer bimestre de este año, las exportaciones hacia los países de la unión monetaria se redujeron un 1,3% interanual, frente al crecimiento del 9,2% anual registrado en el conjunto del año pasado. Destacan, durante los dos primeros meses de 2012, las caídas de las exportaciones hacia Italia y Portugal, del 8,0% y del 9,2% interanual respectivamente.

Sin embargo, el comercio con los socios del mercado común no fue el único que registró una importante ralentización. Así, durante los dos primeros meses del año, el crecimiento interanual de las exportaciones fue del 13,1% en Asia, del 5,2% en América Latina y del 1,8% en América del Norte. Estas cifras se sitúan, respectivamente, 8, 14 y 19 puntos porcentuales por debajo de los incrementos de 2011.

Esta tendencia y las magras expectativas económicas de la zona del euro nos llevan a reducir levemente el crecimiento esperado de las exportaciones en 2012. Sin duda, dicha revisión disminuirá la contribución de las exportaciones al crecimiento del producto interior bruto (PIB). Este efecto será parcialmente compensado por una mayor contracción de las importaciones. Ello se explica por el menor pulso de la demanda, tanto interna como externa, y, por lo tanto, de las importaciones necesarias para satisfacerla. En definitiva, la contribución final del sector exterior se reducirá ligeramente en 2012.

Por lo que se refiere al valor de las importaciones de febrero, este repuntó un 6,6% interanual, impulsado por el componente energético, que creció un 31,2% en ese mismo periodo. Esta cifra destaca por encima de las registradas durante los últi-

Revisamos a la baja la contribución del sector exterior al crecimiento de la economía.

COMERCIO EXTERIOR

Enero - febrero 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	10.519	14,7	25,1	2.333	28,2	6,8	-8.186	22,2
Bienes de consumo	9.321	2,6	22,2	11.587	2,4	33,5	2.266	124,3
<i>Alimenticios</i>	2.365	3,4	5,6	4.722	9,7	13,7	2.357	199,7
<i>No alimenticios</i>	6.956	2,3	16,6	6.866	-2,0	19,9	-90	98,7
Bienes de capital	2.352	-10,5	5,6	2.640	-5,7	7,6	287	112,2
Bienes intermedios no energéticos	19.779	-2,9	47,1	17.997	4,9	52,1	-1.782	91,0
Por áreas geográficas								
Unión Europea	21.233	-1,6	50,6	22.601	1,4	65,4	1.368	106,4
<i>Zona del euro</i>	17.095	-2,5	40,7	17.983	-1,3	52,0	888	105,2
Otros países	20.738	5,3	49,4	11.956	10,7	34,6	-8.782	57,7
<i>Rusia</i>	1.081	-31,2	2,6	450	28,6	1,3	-631	41,6
<i>EEUU</i>	1.604	-7,6	3,8	1.289	0,8	3,7	-314	80,4
<i>Japón</i>	527	-7,9	1,3	325	20,5	0,9	-202	61,8
<i>América Latina</i>	3.441	60,5	8,2	1.949	3,7	5,6	-1.491	56,7
<i>OPEP</i>	5.501	18,3	13,1	1.433	26,8	4,1	-4.068	26,0
<i>Resto</i>	8.584	-4,8	20,5	6.509	10,6	18,8	-2.075	75,8
TOTAL	41.971	1,7	100,0	34.557	4,4	100,0	-7.414	82,3

FUENTES: Ministerio de Economía y elaboración propia.

mos meses, debido al incremento significativo del volumen de importaciones energéticas, tras varios meses prácticamente estancado. La mayor demanda de bienes energéticos, provocada por las bajas temperaturas registradas en febrero, podría explicar parte de este aumento. Como consecuencia, el déficit comercial aumentó un 15,7% respecto a febrero de 2011 a pesar de la mejora del saldo no energético, que en febrero alcanzó un nuevo superávit de 547 millones de euros. En clave de futuro, sin embargo, esperamos que el déficit comercial retome la senda de corrección.

Si ampliamos nuestro análisis al conjunto de la balanza de pagos, observamos una nueva corrección del déficit corriente en enero, del 7,2% interanual. Sin embargo, la desaceleración del proceso de ajuste del

déficit exterior muestra los dos principales obstáculos a la reducción del déficit.

En primer lugar, el aumento continuado del superávit de la balanza de servicios empieza a mostrar signos de agotamiento. Concretamente, los datos de entrada de turistas en el primer trimestre de 2012 aumentaron un 2,6% respecto al mismo periodo del año anterior. Esta cifra representa una reducción de 4,8 puntos porcentuales respecto al crecimiento registrado en 2011. Un segundo aspecto a tener en cuenta es el deterioro del déficit de la balanza de rentas, especialmente tras la intensa subida del coste de financiación de la deuda española en el mes de abril. Ambos factores nos llevan a revisar al alza nuestra previsión del déficit corriente para el conjunto del año hasta el 2,4% del PIB, 3 décimas por encima de la anterior.

El aumento de la prima de riesgo deteriora el déficit de la balanza de rentas de 2012.

BALANZA DE PAGOS

Enero 2012

	Acumulado año		Doce últimos meses		
	Saldo en millones de euros	% variac. anual	Saldo en millones de euros	Variación anual	
				Absoluta	%
Balanza corriente					
Balanza comercial	-3.193	-27,5	-38.488	9.155	-19,2
Servicios					
<i>Turismo</i>	1.845	8,6	30.750	3.658	13,5
<i>Otros servicios</i>	-3	-95,5	3.454	2.647	328,3
Total	1.842	12,6	34.204	6.305	22,6
Rentas	-3.280	43,1	-27.122	-5.842	27,5
Transferencias	-1.096	-1,0	-5.916	1.225	-17,2
Total	-5.727	-7,2	-37.322	10.843	-22,5
Cuenta de capital	68	-62,5	5.374	194	3,8
Balanza financiera					
Inversiones directas	2.567	-	-2.215	-3.250	-
Inversiones de cartera	-4.892	-	-39.471	-64.669	-
Otras inversiones	-3.017	-	-47.816	-51.465	-
Total	-5.342	-	-89.501	-119.384	-
Errores y omisiones	1.468	111,4	-794	1.560	-66,3
Variación de activos del Banco de España	9.533	-	122.244	106.786	-

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

Los presupuestos no disipan las dudas en los mercados de deuda

El Gobierno español se encuentra ante un reto de gran envergadura. Por un lado, debe tomar las medidas necesarias para lograr el ajuste fiscal comprometido con la Unión Europea, de 3,2 puntos porcentuales, el mayor desde el inicio de la democracia. Por el otro, este proceso de consolidación tiene que suponer el menor lastre posible para la economía, cuyo deterioro estima en el 1,7% anual para este año. Los Presupuestos Generales del Estado (PGE) muestran la estrategia a seguir por parte del ejecutivo. Según estos, la corrección del desequilibrio de las cuentas de la Administración central se logrará a través de intensos recortes del gasto y de aumentos impositivos. Sin embargo, ello no ha disipado las dudas en los mercados de deuda.

La debilidad de la economía en 2011, concretamente durante la segunda mitad del año, fue uno de los motivos del desvío del déficit público respecto al objetivo marcado. A modo de ejemplo, la recaudación de impuestos sobre la producción y las cotizaciones sociales retrocedieron conjuntamente en 4.030 millones de euros respecto a 2010. Análogamente, el deterioro del mercado laboral y el mayor coste de la financiación de la deuda aumentaron el pago de prestaciones sociales y de intereses en 7.259 millones de euros en ese mismo periodo. Ello contrarrestó los esfuerzos realizados para contener los gastos. La reducción de la formación bruta de capital, de 10.468 millones de euros en un año, es un claro ejemplo.

Las cuentas del Estado no fueron ajenas a este efecto y registraron un déficit equivalente al 5,1% del producto interior bruto (PIB), 3 décimas superior al objetivo del programa de estabilidad. De cara a 2012, el Estado debe reducir su necesidad de financiación en 1,6 puntos porcentuales, hasta el 3,5% del PIB. Sin embargo, el efecto del deterioro económico sobre las cuentas públicas eleva, según los PGE, el valor de las medidas de ajuste necesarias hasta los 27.300 millones de euros, que afectan tanto a los ingresos como a los gastos.

Por lo que se refiere a los primeros, el Gobierno presentó una batería de medidas tributarias que cuantifica en 12.314 millones de euros. Estas incluyen el aumento del gravamen temporal del impuesto sobre la renta de las personas físicas aprobado en diciembre de 2011, que proporcionará 4.100 millones de euros. A esta cifra deben añadirse 5.350 millones de euros que el Gobierno estima que supondrá la modificación del impuesto sobre sociedades. Destacan, principalmente, el límite a las grandes deducciones, la introducción, en 2012, de un gravamen sobre los dividendos de fuente extranjera y el cambio en el sistema de cálculo de los pagos fraccionados. Por otro lado, la aprobación de un programa extraordinario para aflorar rentas ocultas proporcionará 2.500 millones de euros adicionales. El aumento de los impuestos especiales sobre el tabaco y las tasas jurídicas supondrán los 264 millones de euros restantes.

Sin embargo, la menor actividad económica durante 2012 contrarrestará, en parte,

Los Presupuestos Generales del Estado presentan importantes medidas de ajuste tanto de ingresos como de gastos...

...que se elevan hasta los 27.300 millones de euros en 2012.

Medidas para conseguir un importante aumento de la recaudación impositiva a pesar del deterioro de la economía.

el efecto de estas medidas. Este es el caso de la recaudación del impuesto sobre el valor añadido (IVA) que, de acuerdo con los PGE, se reducirá en 1.612 millones de euros este año, una caída del 3,3% anual. Como consecuencia, la mejora de los ingresos tributarios será de 6.966 millones de euros. Una vez considerados los efectos de la liquidación del sistema de financiación de 2010 y otros ajustes contables, el aumento de los ingresos equivaldrá a 0,8 puntos porcentuales del PIB.

Por el lado de los pagos presupuestados, se espera una reducción de los gastos ministeriales de 13.406 millones de euros. Destacan los ajustes en inversión. Si comparamos con la liquidación de 2011, la suma de las inversiones reales y de las transferencias de capital se reducirá alrededor de 7.000 millones de euros, lo que corresponde a caídas del 23,4% y del 51,5% anual respectivamente. En contraposición, se espera un importante aumento del pago de intereses, de 6.668 millones de euros. En menor medida, las transferencias corrientes, que incluyen el pago de las pensiones y las aportaciones al Servicio Público de Empleo Estatal, también aumentarán. En conjunto, después de aplicar los ajustes contables necesarios, los gastos del Estado aportarán las 8 décimas restantes a la corrección del déficit.

A juzgar por la reacción de los mercados, la publicación de los PGE no ha ayudado a disipar las dudas respecto al proceso de consolidación fiscal. Ello se refleja en el intenso crecimiento de la prima de riesgo, medida como el diferencial de la rentabilidad de los bonos españoles a diez años y sus equivalentes alemanes, que superó los 420 puntos básicos a finales de abril. Los motivos de esta escalada se centran en dos aspectos.

En primer lugar, existe cierta incertidumbre respecto a la consecución de los objetivos marcados en los Presupuestos Generales del Estado. En concreto, el efecto de la recesión económica sobre algunas partidas de ingresos y de gastos podría estar infravalorado. Este es el caso de los gastos en las cotizaciones por desempleo que, de acuerdo con los PGE se reducirán en un contexto de destrucción de empleo. Asimismo, la contracción de la recaudación de algunos impuestos, como el IVA, podría resultar ligeramente optimista. Probablemente, los datos de ejecución presupuestaria referentes al mes de febrero no ayudaron a calmar estas tensiones. En efecto, en términos de contabilidad nacional, el déficit acumulado durante los dos primeros meses del año alcanzó el 1,9% del PIB, 6 décimas por encima del registrado un año atrás. Sin embargo, parte de este incremento responde al adelanto de las transferencias a las comunidades autónomas y a la Seguridad Social.

Un segundo motivo son las dudas respecto al proceso de consolidación de las comunidades. En este sentido, el Consejo de Ministros aprobó un recorte de 10.000 millones en sanidad y educación. De estos, 7.000 millones provienen de la sanidad, a través del aumento del copago farmacéutico y del límite al acceso a los servicios sanitarios a los extranjeros no residentes. La educación aportará los 3.000 millones de euros restantes, con el aumento de las tasas universitarias y el incremento del número de alumnos por aula. Con esta reforma, el Gobierno ha demostrado que su prioridad se centra en alcanzar los ambiciosos objetivos de déficit. Una estrategia que, sin embargo, no coincide con las recomendaciones del Fondo Monetario Internacional, más partidario de suavizar la senda de corrección del déficit público a cambio de no deteriorar en exceso la economía.

Los gastos ministeriales se reducen en 13.406 millones de euros respecto a los presupuestos de 2011.

La prima de riesgo repunta con intensidad en abril, hasta los 420 puntos básicos.

El Gobierno reacciona con celeridad y aprueba un recorte de 10.000 millones de euros en sanidad y educación.

Ahorro y financiación

El aumento de la deuda externa se cubre con la financiación del Eurosistema

La evolución de la deuda del sector público y privado mostró signos contrapuestos en 2011. Mientras que en el primer caso el endeudamiento seguía creciendo a un ritmo elevado, en el segundo mantenía la senda de desapalancamiento iniciada dos años atrás. Los datos de 2012 no muestran un cambio en esta tendencia. Las inyecciones de liquidez del Eurosistema, han jugado un papel importante en el aumento del endeudamiento público. De cara a 2012, es de suma importancia disipar la desconianza que ha cegado las vías de financiación tradicionales. En este sentido, la reor-

denación del sistema bancario en este año jugará un papel importante.

En el caso del sector privado, las sociedades no financieras y los hogares fueron prestamistas netos en 2011, con una capacidad de financiación equivalente al 5,1% del producto interior bruto (PIB). A pesar de que esta cifra es solamente 3 décimas inferior a la registrada un año atrás, se aprecian diferencias importantes en el desglose de la capacidad de financiación de ambos sectores. En el caso de los hogares, esta se redujo en 1,5 puntos porcentuales, alcanzando el 2,3% del PIB. Por el contrario, la capacidad de financiación de las empresas aumentó hasta el 2,8% del PIB el año pasado y se convirtió en la mayor de la

El sector privado se desapalanca en 2011 mientras que la deuda del sector público sigue creciendo.

La capacidad de financiación de las empresas alcanza el 2,8% del PIB.

FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS (1)

Febrero 2012

	Saldo	Variación año actual	Variación 12 meses	% participación
	Millones de euros	Millones de euros	% (2)	
Sector privado	2.116.331	-13.637	-2,4	73,5
Empresas no financieras	1.254.893	-4.058	-2,2	43,6
<i>Préstamos de entidades residentes (3)</i>	831.183	-10.650	-4,7	28,9
<i>Valores distintos de acciones</i>	67.937	2.830	9,0	2,4
<i>Préstamos del exterior</i>	355.773	3.762	2,3	12,4
Hogares (4)	861.438	-9.579	-2,7	29,9
<i>Préstamos para la vivienda (3)</i>	661.005	-5.834	-2,0	23,0
<i>Otros (3)</i>	197.356	-3.767	-5,2	6,9
<i>Préstamos del exterior</i>	3.077	22	5,2	0,1
Administraciones públicas (5)	764.000	29.039	13,7	26,5
TOTAL	2.879.358	15.401	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.

última década. No obstante, la capacidad de financiación del sector privado no bastó para sufragar el déficit de las administraciones públicas, del 8,5% del PIB.

Los datos disponibles de los dos primeros meses de 2012 muestran el mantenimiento de esta tendencia. La deuda del sector privado se redujo en 13.637 millones de euros durante los dos primeros meses del año, lo que representa una caída del 0,6% respecto a diciembre de 2011. En cambio, las administraciones públicas aumentaron su endeudamiento en 29.039 millones de euros en este mismo periodo. Por consiguiente, los pasivos totales de los sectores no financieros volvieron a crecer, y alcanzaron un nuevo máximo histórico en febrero.

Como se observa en el gráfico siguiente, el mayor endeudamiento también comportó un aumento del volumen de deuda española en manos extranjeras que alcanzó, en diciembre de 2011, los 1,8 billones de euros. Este incremento dejó en una mera anécdota el proceso de reducción iniciado

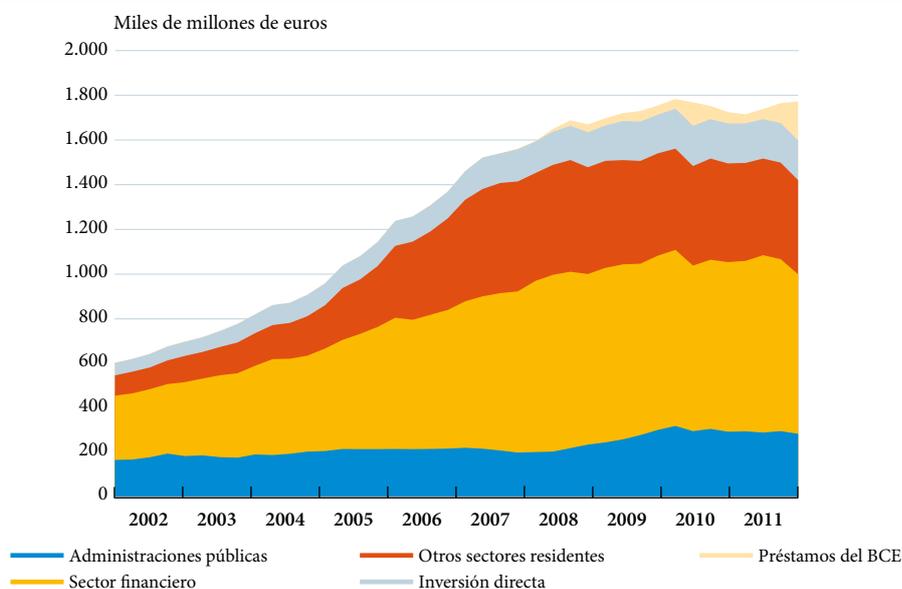
un año atrás. Pero además de su evolución, el análisis de la deuda externa muestra un aumento paulatino de la dependencia de la economía española de la financiación del Eurosistema. De hecho, en diciembre de 2011, la máxima autoridad monetaria europea financiaba el 9,9% de la deuda externa total de España. Esta proporción representa un incremento de prácticamente 7 puntos porcentuales respecto al nivel de 2010. En contraposición, la entrada de capital a través de los canales tradicionales de financiación se vio frenada significativamente. Ello refleja el deterioro de la confianza que suscita el mercado español a los inversores extranjeros.

Esta inyección de capital del Banco Central Europeo (BCE) se fraguó a través de los préstamos a tres años otorgados a la banca europea en diciembre de 2011 y febrero de 2012. Las dificultades de financiación del sistema bancario español hicieron que la banca aumentara su posición deudora neta con el Eurosistema en 129.630 millones de euros durante los cin-

Aumenta el peso de la financiación de la deuda externa por parte del BCE hasta el 9,9% en 2011.

LOS PRÉSTAMOS DEL EUROSISTEMA SUPONEN EL 10% DE LA DEUDA EXTERNA EN 2011

Deuda externa española



FUENTE: Banco de España.

La banca aumenta su posición neta con el Eurosistema en 129.630 millones de euros.

co meses previos a marzo de 2012. Por lo tanto, se espera que el porcentaje de deuda externa financiada por el Eurosistema siga aumentando durante el primer trimestre de este año.

Este elevado recurso al Eurosistema ha permitido, por un lado, aliviar las tensiones de liquidez de la banca y, por el otro, la adquisición de deuda pública española por parte del sistema financiero. En cambio, el crédito al sector privado siguió contrayéndose a inicios de 2012. Concretamente, el volumen de crédito concedido en el primer bimestre del año se redujo un 11,2% interanual, lo que provocó una contracción del saldo vivo crediticio del 3,0% en febrero respecto al mismo mes del año anterior. La tasa de morosidad, por su parte, aumentó en 25 puntos básicos en ese mes, para alcanzar el 8,16% del crédito total. Esperamos que esta senda de crecimiento siga aumentando durante los próximos meses, dada la debilidad prevista de la economía española.

El saldo vivo del crédito al sector privado se reduce un 3,0% interanual en febrero.

En este contexto de deterioro de la cartera crediticia, el sistema bancario español deberá cumplir los nuevos requisitos de cobertura de sus activos de naturaleza inmobiliaria, aprobados en el real decreto ley de saneamiento del sistema financiero. Se estima que estas medidas supondrán alrededor de 50.000 millones de euros adicionales para el sector. A finales de marzo, las entidades financieras presentaron sus estrategias para lograr el cumplimiento de estos nuevos requisitos a finales de 2012. Entre ellas destacan el cargo a beneficios o a excedentes de capital, la venta de activos o la captación de capital privado. La fusión entre entidades, que permite alargar el plazo de cumplimiento de dichos requerimientos hasta diciembre de 2013, solamente ha sido anunciada en dos casos.

En definitiva, se espera que este nuevo reordenamiento del sector bancario ayude a disipar las dudas respecto a la solvencia

de la banca a medio plazo. Ello reabriría los canales tradicionales de financiación de la banca y permitiría asegurar la canalización de crédito a los distintos sectores de la economía, una vez esta empiece a recuperarse.

Los depósitos a plazo anticipan nuevas caídas del ahorro

Ante esta creciente debilidad económica, la tasa de ahorro de los hogares españoles volvió a reducirse en el cuarto trimestre de 2011, para situarse en el 11,6% de su renta disponible bruta en el conjunto del año. Esta cifra representa una caída de 2,3 puntos porcentuales respecto al nivel del año anterior. Este retroceso se debe a que el aumento del 3,0% anual del gasto en consumo final fue superior al incremento de la renta bruta disponible, del 0,4% en el mismo periodo.

Las comparaciones respecto al trimestre anterior muestran cierto agotamiento de la senda de crecimiento del consumo final. Sin embargo, la renta bruta disponible ya se redujo en ese mismo periodo. Este comportamiento contrasta con el registrado durante el último ciclo recesivo, cuando la caída del consumo final precedió a la de la renta bruta debido al efecto del ahorro de precaución. En ese caso, la ratio de ahorro de los hogares alcanzó el 18,5%. Esperamos que, a lo largo de 2012, el ahorro continúe reduciéndose, aunque a un ritmo ligeramente inferior.

Los datos de los pasivos bancarios en manos de las familias y empresas se alinean con esta previsión, al disminuir un 1,2% interanual durante los dos primeros meses de 2012. Destaca la contracción de los depósitos a corto plazo, que incluyen los depósitos a la vista y de ahorro, con caídas del 2,9% y del 3,3%, respectivamente, en ese mismo periodo. Esta contracción es muy significativa si tenemos en cuenta que

El ahorro de los hogares se redujo hasta el 11,6% de su renta disponible bruta en 2011.

PASIVOS DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO FRENTE A EMPRESAS Y FAMILIAS

Febrero 2012

	Saldo	Variación año actual		Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%	
A la vista	261.827	-7.883	-2,9	2.368	0,9	19,3
De ahorro	196.345	-6.604	-3,3	-11.095	-5,3	14,5
A plazo	698.962	1.226	0,2	-41.455	-5,6	51,5
En moneda extranjera	17.279	-439	-2,5	-2.311	-11,8	1,3
Total depósitos	1.174.414	-13.701	-1,2	-52.492	-4,3	86,5
Resto del pasivo (*)	182.851	-2.113	-1,1	-6.151	-3,3	13,5
TOTAL	1.357.265	-15.814	-1,2	-58.643	-4,1	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.

son los depósitos a corto plazo los que reflejan mejor la evolución de la tasa de ahorro. A modo de ejemplo, en diciembre de 2009, cuando la tasa de ahorro alcanza-

ba su máximo, los depósitos a corto plazo aumentaban un 10,4% anual frente a la caída del 1,3% anual de los depósitos a largo plazo.

Los depósitos a corto plazo se reducen durante los dos primeros meses del año.

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? Àlex Ruiz
20. Inmigración y mercado laboral: antes y después de la recesión Joan Elías
21. La recuperación del comercio mundial. Lo que la crisis se llevó Marta Noguer
22. Diferencial de inflación con la eurozona: ¿mejora sostenible? Pere Miret
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
25. Enseñanzas latinoamericanas para una crisis europea Àlex Ruiz

■ "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

01/2011. 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 Gutierrez-Domènech

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

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

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

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

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

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

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

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

01/2012. Spanish Public Debt: Myths and Facts Oriol Aspachs y Joan Daniel Pina

02/2012. Hungría y la ayuda financiera de la UE y el FMI: ¿cambio en el mapa de riesgos? Àlex Ruiz

■ ESTUDIOS ECONÓMICOS

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

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

Consejo Asesor

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

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

Área de Estudios y Análisis Económico

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

INFORME MENSUAL

Mayo 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.



ELEMENTAL
CHLORINE
FREE
GUARANTEED

