

Informe Mensual



RIESGO Y SEGUROS

El auge del mercado asegurador internacional Pág. 18

El potencial en los países emergentes es enorme pero conviene comprender qué factores permitirán realizarlo

Mitigar el riesgo de los desastres naturales para fomentar la estabilidad Pág. 32

Instrumentos financieros innovadores proporcionan cobertura económica a los Gobiernos

Seguros para un mundo ligeramente irracional Pág. 43

Retos de la regulación en una sociedad de consumidores imperfectamente racionales

El futuro del sector asegurador español Pág. 69

Solvencia II, los acuerdos de bancaseguros y el entorno económico, puntos críticos para el sector

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	2,1	-0,1	-1,7	-0,5	-0,5	2,6	3,0
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	0,0	-0,8
<i>Alemania</i>	3,6	3,1	0,6	4,6	2,9	2,7	2,0	1,2	0,9
<i>Francia</i>	1,6	1,7	0,1	2,4	1,7	1,5	1,2	0,3	0,3
Precios de consumo									
Estados Unidos	1,6	3,1	2,3	2,1	3,3	3,8	3,3	2,8	2,2
Japón	-0,7	-0,3	0,4	-0,6	-0,4	0,2	-0,3	0,3	0,5
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	2,2	2,5	2,8	2,7	2,9	2,7	2,4
<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	-1,3	0,4	-0,3	0,5	-1,1	-0,6	-1,4
Consumo de las AA. PP.	0,2	-2,2	-6,3	0,6	-2,1	-3,6	-3,6	-5,2	-5,7
Formación bruta de capital fijo	-6,2	-5,1	-9,2	-4,9	-5,4	-4,0	-6,2	-8,2	-9,3
<i>Maquinaria y bienes de equipo</i>	5,5	1,6	-7,6	5,7	1,1	2,2	-2,7	-6,0	-6,3
<i>Construcción</i>	-10,1	-8,1	-10,9	-9,2	-8,1	-7,0	-8,2	-10,2	-11,7
Demanda nacional (contr. al Δ PIB)	-1,0	-1,8	-4,0	-0,8	-1,9	-1,4	-2,9	-3,2	-4,0
Exportación de bienes y servicios	13,5	9,1	0,5	13,1	8,8	9,2	5,2	2,2	1,0
Importación de bienes y servicios	8,9	-0,1	-7,4	6,0	-1,3	0,9	-5,9	-7,2	-7,4
Producto interior bruto	-0,1	0,7	-1,5	0,9	0,8	0,8	0,3	-0,4	-1,3
Otras variables									
Empleo	-2,6	-2,0	-4,3	-1,6	-1,3	-2,0	-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	1,8	3,5	3,5	3,1	2,8	2,0	2,0
Costes laborales unitarios	-2,6	-1,9	-2,8	-2,0	-1,7	-1,5	-2,5	-2,5	
Saldo operaciones corrientes (% PIB)	-4,5	-3,9	-2,4	-6,6	-3,2	-2,9	-2,8	-5,5	-1,7
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	-4,0	-3,4	-1,9	-6,1	-2,7	-2,4	-2,3	-5,3	-1,1
Saldo público (% PIB)	-9,3	-8,9	-6,4	-5,3	-9,9	-6,1	-14,4		
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	1,9
Bonos alemanes 10 años	2,8	2,6	1,6	3,2	3,1	2,3	2,0	1,9	1,4
Tipos de cambio									
\$/Euro	1,33	1,39	1,23	1,37	1,44	1,41	1,35	1,31	1,27

Índice

- 1 Editorial**
- 2 Resumen ejecutivo**
- 6 Coyuntura internacional**
 - 6 Estados Unidos
 - 11 Japón
 - 13 China
 - 14 Brasil
 - 16 México
 - 17 Materias primas
- 18 *El auge del mercado asegurador internacional***
- 21 Unión Europea**
 - 21 Zona del euro
 - 24 Alemania
 - 26 Francia
 - 27 Italia
 - 28 Reino Unido
 - 30 Europa emergente
- 32 *Mitigar el riesgo de los desastres naturales para fomentar la estabilidad***
- 35 Mercados financieros**
 - 35 Mercados monetarios y de capital
- 43 *Seguros para un mundo ligeramente irracional***
- 47 Coyuntura española**
 - 47 Actividad económica
 - 52 Mercado de trabajo
 - 56 Precios
 - 60 Sector exterior
 - 63 Sector público
 - 65 Ahorro y financiación
- 69 *El futuro del sector asegurador español***

El silencioso valor económico y social de los seguros

Tras una rápida expansión a nivel global durante los últimos años, el sector asegurador se ha erigido en un elemento destacado del panorama social, económico y financiero. Sin ir más lejos, se estima que en la actualidad las compañías aseguradoras gestionan activos por importe de unos 23 billones de dólares, una cifra que duplica con creces el volumen total de reservas internacionales. Este fuerte desarrollo se asienta, primordialmente, en el elevado dinamismo del segmento vida-ahorro y en la contribución creciente de los países emergentes. Las perspectivas demográficas y económicas indican que ambos factores seguirán impulsando la actividad aseguradora en los próximos años. Así, por ejemplo, la penetración de los seguros, medida a través del porcentaje que suponen las primas anuales sobre el PIB, se sitúa en los mercados emergentes en el 3%, aún lejos del 8,7% de los países avanzados.

Sin embargo, para explotar debidamente sus posibilidades, será necesario que las entidades aseguradoras ofrezcan productos con grados elevados de innovación y adaptabilidad, diversifiquen sus canales de distribución y, por supuesto, vigilen la solidez de sus balances.

La capacidad de innovación, tanto en la cobertura de riesgos individuales como colectivos, es uno de los rasgos más sobresalientes que explican el auge del sector. Un exponente ilustrativo lo encontramos en la novedosa gama de productos que permiten a las autoridades de los países en desarrollo gestionar el riesgo de catástrofes naturales. La buena acogida que están recibiendo por parte de la demanda es un premio a los importantes beneficios económicos y sociales de estos productos. En primer lugar, si el desastre natural tiene lugar, amortiguan su impacto en las arcas públicas, ya que el riesgo es transferido al mercado internacional de reaseguros o de capitales. Gracias a ello, los Gobiernos pueden ofrecer ayuda a la población y reconstruir las infraestructuras dañadas. En segundo lugar, y más sutilmente, la menor incertidumbre fiscal es un incentivo para que las autoridades inviertan en mejores servicios sociales y desarrollen infraestructuras productivas que fomenten el crecimiento a largo plazo.

Otro elemento que será crucial para que la industria aseguradora mantenga su ritmo de avance y su aportación a la sociedad es el relativo a los distintos ámbitos de la regulación. Actualmente está en marcha en la Unión Europea una revisión a fondo de la normativa prudencial del sector asegurador (Solvencia II), en paralelo a la de la banca (Basilea III). La traumática crisis financiera ha enfatizado la necesidad de preservar la estabilidad individual y del sistema en su conjunto, exigiendo mayores niveles de capital y mejor gobernanza, de modo que esta es una iniciativa bienvenida; pero es importante que los incentivos que finalmente resulten de esta norma no menoscaben la eficiencia y la visión de largo plazo propias del sector.

La regulación sobre productos y contratos es otro frente importante, si bien más disperso y difícil de evaluar. En conjunto, la regulación se focaliza en proteger a la sociedad de la abundante presencia de información asimétrica alrededor de las transacciones de seguros. En cambio, la protección al consumidor de un conjunto de sesgos cognitivos propios (dificultad de establecer el valor justo del seguro y otros sesgos relacionados con la toma de decisiones bajo incertidumbre) está lejos de ser una práctica habitual. Para avanzar en este campo, la regulación debería incorporar consideraciones y enseñanzas de la «economía conductista», a fin de mitigar la imperfecta racionalidad de los miembros de nuestra sociedad.

RESUMEN EJECUTIVO

El escenario económico-financiero se deteriora durante el mes de mayo.

La incertidumbre generada por la situación política en Grecia mantiene en vilo a toda la eurozona...

...y empieza a afectar negativamente a la actividad económica.

El retorno de la incertidumbre

En abril, los pilares que parecían apuntalar la mejoría del escenario económico-financiero empezaron a tambalearse. En mayo, lejos de estabilizarse, esta dinámica se ha agravado. Dos factores han incidido al unísono: la agitación del clima político y económico en la eurozona y los flojos datos de actividad económica en los países emergentes, en particular China.

Tras las elecciones del 6 de mayo, la crisis política en Grecia, reflejo del dubitativo respaldo del pueblo heleno al plan de ajuste, está poniendo en una situación extrema al conjunto de la eurozona. Las especulaciones sobre una posible salida de Grecia del euro, junto al recelo que suscita la salud del sistema bancario de España, han actuado como combustible del intenso repunte de las primas de riesgo en la periferia europea. El debate sobre el diseño, orientación y funcionamiento de la Unión Económica y Monetaria ha entrado en una fase decisiva, justo en un periodo de citas electorales que deben dar legitimidad democrática a las grandes decisiones que se avecinan. Así, el cambio de Gobierno en Francia supone una notable alteración en la correlación de fuerzas dentro de Europa, que de entrada ha contribuido a la incertidumbre.

El riesgo evidente es que el enquistamiento de la incertidumbre durante varios meses afecte negativamente a la actividad económica. La publicación del producto interior bruto (PIB) del primer trimestre de la eurozona no invita particularmente al optimismo. Con una tasa de crecimiento intertrimestral del 0,0%, la actividad se mantuvo totalmente estancada. Técnicamente se evitó la recesión, ya que no se encadenaron dos trimestres consecutivos con una

tasa de crecimiento negativa (en el último trimestre de 2011, el PIB retrocedió un 0,3%), pero ello fue gracias al buen comportamiento de la economía alemana, cuyo PIB avanzó un 0,5%. En Francia el crecimiento fue nulo, mientras que en España e Italia el retroceso fue importante, del 0,3% y 0,8%, concretamente. Además, los indicadores adelantados del segundo trimestre apuntan a que el tono de debilidad podría incrementarse, especialmente si no se toman medidas de calado para frenar el actual contexto de incertidumbre.

En este sentido, posiblemente el elemento más relevante de las últimas semanas en materia de política monetaria en la eurozona ha estado protagonizado por el Bundesbank. El presidente del banco central alemán, Jens Weidmann, manifestó que la entidad consideraría apropiado que la inflación de su economía se situara por encima del promedio de la eurozona, como medida para contribuir a la corrección de los desequilibrios de competitividad entre Alemania y los países del sur europeo. Igualmente, el ministro de Finanzas alemán, Wolfgang Schäuble, respaldó dicho planteamiento, concretando que un rango entre el 2% y el 3% de inflación para Alemania sería deseable, y confirmó la existencia de margen para el aumento de los salarios en el país. Esta flexibilización de la postura de Alemania sobre la inflación supone, de confirmarse, un ingrediente más en la fórmula que conduce a la estabilización económica y financiera de la región.

En el contexto macroeconómico internacional, la publicación de datos de actividad más débiles de lo esperado en países clave como China también ha enturbiado las perspectivas de crecimiento global. Aunque el escenario más probable para el gi-

gante asiático sigue siendo el de un aterrizaje suave, estos acontecimientos llaman a una mayor contundencia de la política monetaria y fiscal en apoyo al crecimiento. El ritmo de avance de otro gran país emergente, Brasil, también está siendo algo decepcionante. El persistente retroceso de la producción industrial o el perceptible debilitamiento del empleo evidencian una clara moderación del ritmo de crecimiento económico, una ralentización mayor de lo que se esperaba, en especial teniendo en cuenta el marcado tono expansivo de las políticas económicas desde el pasado otoño y que ha llevado al propio Banco Central de Brasil a revisar a la baja sus perspectivas de crecimiento para 2012.

En este contexto, los mercados financieros, reflejando las expectativas y temores de los inversores, siguen atravesando una etapa marcada por la incertidumbre y por la búsqueda de opciones seguras. Así, la rentabilidad del bono de España a 10 años rompió la barrera del 6% y su diferencial con Alemania alcanzó los 490 puntos básicos, nivel máximo desde 1995. La deuda de Italia también registró un comportamiento negativo, aunque se mantuvo lejos de los máximos alcanzados meses atrás.

A pesar de la difícil situación, el BCE todavía no ha intervenido, ni ha manifestado la intención de hacerlo, en el mercado secundario comprando deuda de España e Italia para contener este repunte de las rentabilidades. En cualquier caso, las emisiones de deuda en el mercado primario han aportado una visión menos dramática, ya que los respectivos Tesoros han sido capaces de colocar títulos a diferentes plazos, registrando una buena demanda a los tipos de interés más elevados que han debido aceptar.

La renta fija soberana de Alemania se vio beneficiada, un mes más, por el fuerte efecto de búsqueda de seguridad, que propició que la rentabilidad a 10 años cayera hasta el nivel del 1,41%, mínimo histórico. Al otro lado del Atlántico, los bonos soberanos de Estados Unidos han mostrado un compor-

tamiento similar al de la deuda germana. La estadounidense, además de estar respaldada por unas expectativas económicas relativamente mejores a las de la eurozona, cuenta con el apoyo de una política monetaria muy laxa. Esto, unido a la seguridad que brinda un país con una calificación muy elevada y las expectativas de que la Reserva Federal podría implementar, si es preciso, una nueva ronda de expansión cuantitativa, ha hecho que los inversores presionaran a la baja las rentabilidades de la deuda de Estados Unidos, desde el 1,95% hasta niveles en torno al 1,70% en el plazo a 10 años.

La expansión de la economía norteamericana se asienta en el descenso del precio del petróleo, los posibles efectos expansivos derivados del año electoral y la fuerza del consumo. El PIB del primer trimestre creció un esperado 0,5% intertrimestral –un 2,1% interanual–. Se mantiene así gran parte del repunte de fin de año y todo sugiere un avance ligeramente superior al 2,0% para el conjunto de 2012, más de lo que se esperaba hace dos meses. Sin embargo, la composición del PIB sí que causó sorpresa y vino a matizar la modestia de la recuperación. El crecimiento se basó en su mayor parte en un consumo privado que se incrementó un 0,7% y superó unas expectativas ya de por sí optimistas. La segunda contribución en importancia al avance vino de la acumulación de existencias, que también fue mayor de lo esperado. El contrapunto llegó de la inversión en equipo, que pinchó con un retroceso contra pronóstico. Si bien este componente debe reaccionar al alza en el segundo trimestre, el fin del ciclo alcista de las existencias y la desaceleración del consumo privado apuntan a una evolución plana del crecimiento a lo largo de 2012.

En el caso de España, los datos de crecimiento del PIB del primer trimestre no invitan precisamente al optimismo. El desglose de la contabilidad nacional confirma que la caída del 0,4% del PIB en términos interanuales se debe, sobre todo, al importante retroceso de la demanda interna, la

Los datos de actividad de China son más flojos de lo esperado.

El diferencial del bono de España a 10 años con Alemania alcanza el nivel máximo desde 1995.

La renta fija alemana y estadounidense son las grandes beneficiadas de la búsqueda de seguridad.

La demanda interna sigue lastrando el crecimiento del PIB de España.

cual restó 3,2 puntos al crecimiento, cifra tres décimas superior a la del trimestre anterior. Todos los componentes de la demanda interna se encuentran en terreno negativo. El consumo de los hogares retrocedió un 0,6% en términos interanuales, el gasto en consumo final de las administraciones públicas, un 5,2% y la inversión, un 8,2%.

A la debilidad de la demanda interna ahora se le ha sumado una importante ralentización de la demanda externa. La desaceleración de la economía de nuestros principales socios comerciales debilitó la evolución de las exportaciones, que se redujeron un 0,9% intertrimestral en los primeros tres meses de 2012. Pero a diferencia de lo ocurrido un trimestre atrás, dicha caída respondió, exclusivamente, al deterioro del componente de los servicios. Concretamente, se redujo un 5,0% intertrimestral, tras dos años de incrementos continuados. La moderación de la entrada de turistas extranjeros en España explica, en gran medida, esta caída, que difícilmente cambiará de tono en los próximos meses.

De cara al futuro, dos elementos siguen siendo clave: alcanzar las metas de la reducción del déficit público y eliminar las dudas sobre la salud del sector bancario. En este sentido, la revisión que algunas comunidades autónomas hicieron del déficit del pasado año dificultó la consecución del primer objetivo. Además, los esfuerzos para ajustar el déficit del Estado están teniendo de momento un impacto limitado. El aumento de los impuestos directos, el recorte de la inversión, del consumo intermedio y de la remuneración han permitido que estas partidas disminuyeran en 1.881 millones de euros durante el primer trimestre de 2012. Sin embargo, este ajuste fue totalmente neutralizado por el ascenso del pago de intereses y la menor recaudación de impuestos indirectos, especialmente el impuesto sobre el valor añadido (IVA). El déficit del Estado acumulado en este periodo alcanzó el 1,2% del PIB esperado para 2012, cifra que supera en 4 décimas el registro del primer trimestre de 2011.

Por otra parte, los inversores tuvieron que interpretar la reforma financiera que anunció el Gobierno de España. Si la reforma del mes de febrero tenía como objetivo principal elevar el nivel de cobertura de la cartera inmobiliaria problemática, la de mayo se centra en un aumento de las provisiones genéricas sobre los activos no problemáticos del sector promotor y constructor. El objetivo de estas nuevas provisiones es preparar al sistema financiero para resistir un escenario extremadamente adverso y así disipar las dudas acerca de su capacidad de resistencia.

Además, se presentaron dos medidas adicionales de calado. La primera, establece que aquellas entidades que no estén apoyadas por el FROB deberán crear sociedades de gestión de activos a las que traspasarán, una vez realizadas las provisiones pertinentes, sus activos inmobiliarios adjudicados. En segundo lugar, se solicitarán dos evaluaciones independientes del riesgo de toda la cartera de activos del sector financiero. Estas valoraciones estarán supervisadas por el Banco Central Europeo y el Banco de España y su objetivo es zanjar las dudas existentes respecto a los balances de las entidades financieras.

Se abordan, por lo tanto, cuestiones importantes relacionadas con el nivel de solvencia de las entidades, pero al mismo tiempo se abre una ventana de incertidumbre asociada a los resultados que presentarán los dos evaluadores externos y, si fuera el caso, cómo afrontaría el Gobierno las necesidades de recapitalización del sistema bancario. Este nuevo foco de incertidumbre se añade a una lista que ha ido creciendo en los últimos meses y a la que hay que poner remedio de forma urgente. Para ello, se deberán tomar decisiones difíciles y que probablemente transformarán el actual diseño de la unión monetaria europea. Si realmente se cree en ella, se deben dar pasos adelante de forma decidida.

29 de mayo de 2012

El control del déficit público es clave para recuperar la confianza.

La nueva reforma financiera no consigue cerrar todos los interrogantes sobre el sistema financiero.

CRONOLOGÍA

2011

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

2012

- enero** 25 Los agentes sociales firman un acuerdo de **moderación salarial** con vigencia de 2012 a 2014.
- febrero** 3 El Gobierno aprueba un decreto ley de **saneamiento del sector financiero**.
10 El Gobierno aprueba un decreto ley de medidas urgentes para la **reforma del mercado laboral**.
- marzo** 2 Veinticinco países de la Unión Europea firman el **Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza** para reforzar la disciplina fiscal.
14 El Eurogrupo aprueba la financiación del **segundo programa de ajuste de Grecia**.
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.
- mayo** 11 El Gobierno aprueba la **elevación de las provisiones para los activos inmobiliarios no problemáticos de la banca** para asegurar la solidez del sistema financiero.

AGENDA

Junio

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

Julio

- 3 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (junio).
5 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
6 Índice de producción industrial (mayo).
13 IPC (junio).
16 IPC armonizado de la UE (junio).
17 Comercio exterior (mayo).
24 Precios industriales (junio).
27 Encuesta de población activa (segundo trimestre).
PIB de Estados Unidos (segundo trimestre).
30 Avance PIB (segundo trimestre). Avance IPC (julio).
31 Ingresos y gastos del Estado (junio).
Balanza de pagos (mayo).
Comité de Mercado Abierto de la Fed.

COYUNTURA INTERNACIONAL

Estados Unidos mantiene el tono de su recuperación y crece un 2,1%.

El crecimiento se apoya en el consumo privado y las existencias, pero la inversión en equipo retrocede.

Estados Unidos: más consumo que ingresos

La expansión se asienta y los riesgos abandonan el sesgo bajista. El descenso del precio del petróleo, los posibles efectos expansivos derivados del año electoral y la fuerza del consumo compensan las consecuencias negativas que puedan derivarse de la falta de una hoja de ruta creíble de consolidación fiscal y de un posible empeoramiento de la crisis de la deuda de la eurozona.

El producto interior bruto (PIB) del primer trimestre creció un esperado 0,5% intertrimestral, un 2,1% interanual. Se mantiene así gran parte del repunte de fin de año y todo apunta a un avance ligeramente

superior al 2,0% para el conjunto de 2012, más de lo que se esperaba hace dos meses. Sin embargo, la composición del PIB sí causó sorpresa y vino a subrayar la modestia de la recuperación. El crecimiento se basó, en su mayor parte, en un consumo privado que se incrementó un 0,7% y superó unas expectativas ya de por sí optimistas. La segunda contribución en importancia al avance vino de la acumulación de existencias, que también fue mayor de lo esperado. El contrapunto llegó de la inversión en equipo, que pinchó con un retroceso contra pronóstico. Si bien este componente debe reaccionar al alza en el segundo trimestre, el fin del ciclo alcista de las existencias y la desaceleración del consumo privado apuntan a una evolución plana del crecimiento a lo largo de 2012.

ESTADOS UNIDOS: MÁS CONSUMO Y MENOS INGRESOS

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

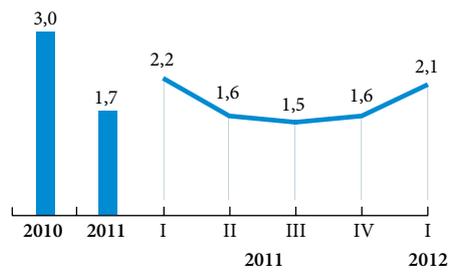


FUENTES: Federal Reserve y elaboración propia.

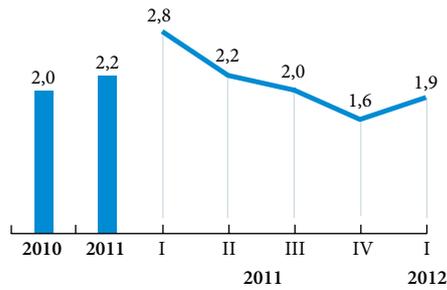
EVOLUCIÓN DEL PIB DE ESTADOS UNIDOS POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual en términos reales

PIB



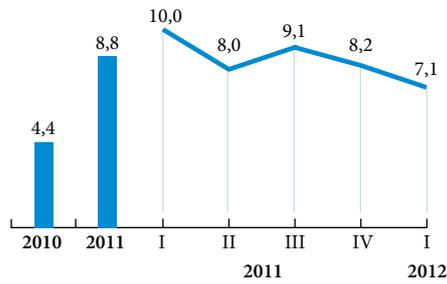
Consumo privado



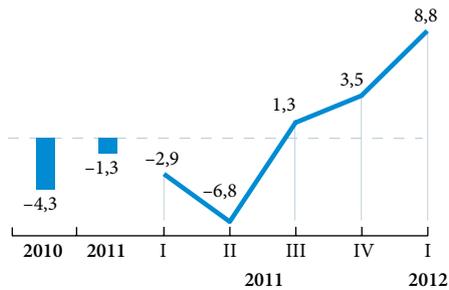
Consumo público



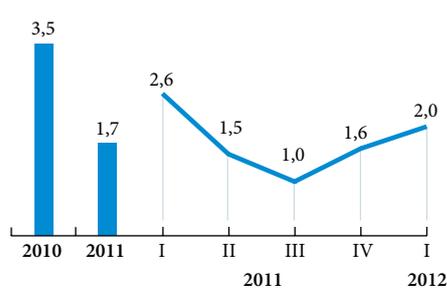
Inversión no residencial



Inversión residencial



Demanda interna



Exportaciones de bienes y servicios



Importaciones de bienes y servicios



FUENTES: Bureau of Economic Analysis y elaboración propia.

El consumo privado supera a los ingresos y el ahorro vuelve a mínimos.

El consumo privado debe perder fuerza en el segundo trimestre porque el endeudamiento y el crecimiento de los ingresos, que son sus fuentes principales, están restringidos. El tirón del primer trimestre se apoyó en un descenso de la tasa de ahorro, que quedó en el 3,9% de la renta disponible, el mínimo de los últimos cuatro años. La deuda de los hogares ha disminuido 17,3 puntos porcentuales en términos de renta disponible desde septiembre de 2007, pero, aun así, el 112,7% de la renta disponible de diciembre de 2011 se antoja un nivel demasiado alto, lo que debe forzar a que la tasa de ahorro vuelva a subir por encima del 4,0% de la renta disponible, con el consiguiente efecto de desaceleración del consumo.

Los últimos datos del comercio minorista sugieren que esto ya está pasando. Excluyendo los fluctuantes coches y gasolina, en los primeros tres meses de 2012 el crecimiento promedio intermensual de las ventas al por menor fue del 0,8%, mientras que en abril apenas se llegó al 0,1%. La desaceleración a lo largo de 2012 debería ser más pausada, empero, ya que parte de la

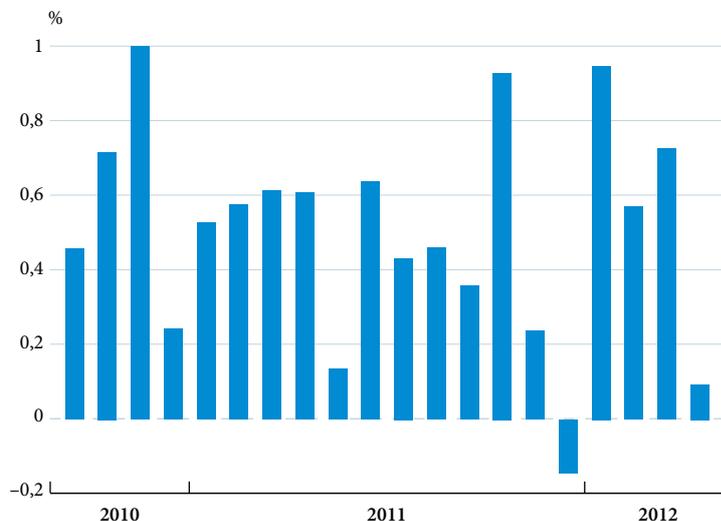
ralentización de abril obedece a un efecto de compensación por el fuerte consumo del primer trimestre, aupado por un invierno anormalmente suave. La recuperación del índice de confianza de los consumidores del Conference Board de abril siguió un patrón similar, contabilizando dos meses consecutivos de estancamiento en un nivel que queda netamente por debajo de la media histórica.

Si la vía del endeudamiento está complicada para los consumidores, otro tanto pasa con los ingresos. La renta disponible de las familias en términos reales está prácticamente estancada, con un incremento mínimo del 0,1% interanual en marzo. Los hogares obtienen un 64,2% de sus ingresos a partir de los rendimientos del trabajo, pero la evolución del mercado laboral no apunta a muchas alegrías en los salarios, léase ingresos de los hogares. En una expansión típica, el incremento del empleo y de las horas trabajadas precede a las subidas salariales, pero lo primero está pasando con lentitud y lo segundo va para largo. En el primer trimestre del año se crearon 688.000 empleos netos, un prome-

La recuperación del mercado laboral avanza, pero los incrementos salariales se harán esperar.

ESTADOS UNIDOS: ¿ADIÓS AL REPUNTE CONSUMISTA?

Variación intermensual de las ventas minoristas sin automóviles ni gasolina



FUENTES: Departamento de Comercio, Datastream y elaboración propia.

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	5,5	7,9	7,9	8,5	7,4	6,7	6,4
Confianza del consumidor (1)	54,5	58,1	61,8	50,3	53,6	67,5	69,2
Producción industrial	5,4	4,1	3,6	3,3	4,0	4,3	5,2
Índice actividad manufacturera (ISM) (1)	57,3	55,2	56,6	52,1	52,4	53,3	54,8
Viviendas iniciadas	5,7	4,5	-4,9	5,9	25,1	22,1	29,9
Tasa de paro (2)	9,6	9,0	9,0	9,1	8,7	8,3	8,1
Precios de consumo	1,6	3,2	3,4	3,8	3,3	2,8	2,3
Balanza comercial (3)	-500,0	-560,0	-534,0	-537,6	-560,0	-570,8	...
Tipo de interés interbancario 3 meses (1)	0,3	0,3	0,3	0,3	0,5	0,5	0,5
Tipo de cambio efectivo nominal (4)	75,4	70,9	69,6	69,8	72,4	72,9	72,8

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.

dio mensual de 229.000. Los 115.000 empleos creados en abril supusieron un retorno a la normalidad que, al igual que las ventas minoristas, es excesivamente abrupto como compensación por la fortaleza de los meses anteriores. La velocidad de cruce de la creación de empleo debería situarse a mitad de camino, en torno a los 175.000 empleos por mes, con lo que quedarían algo más de dos años para alcanzar los niveles de diciembre de 2007. Las horas trabajadas semanales se mantuvieron cerca de la media histórica pero el descenso del subempleo, que incluye los trabajadores que trabajan a tiempo parcial involuntariamente, se interrumpió momentáneamente en abril.

El indicador más positivo del mercado laboral siguió siendo la tasa de paro, que descendió una décima hasta el 8,1%, nueve décimas porcentuales por debajo del nivel del mismo periodo del año anterior. Sin embargo, dos tercios de esta mejora son atribuibles a un descenso de la tasa de actividad y solo un tercio a la creación de em-

pleo. La mayoría de las previsiones apuntan a que la tasa de paro permanecerá invariada hasta bien entrado 2013.

Si el consumo debe desacelerarse, los índices de actividad empresarial del Institute for Supply Management (ISM) sugieren que la inversión en equipo debería enmendar el retroceso del primer trimestre. Así, el índice ISM de manufacturas de abril avanzó hasta el nivel de los 54,8 puntos, que coincide con un crecimiento económico robusto. Esta recuperación también la apunta el ISM de servicios pues, si bien tuvo un retroceso, su nivel de 53,5 puntos es propio de crecimientos modestos pero no de descensos.

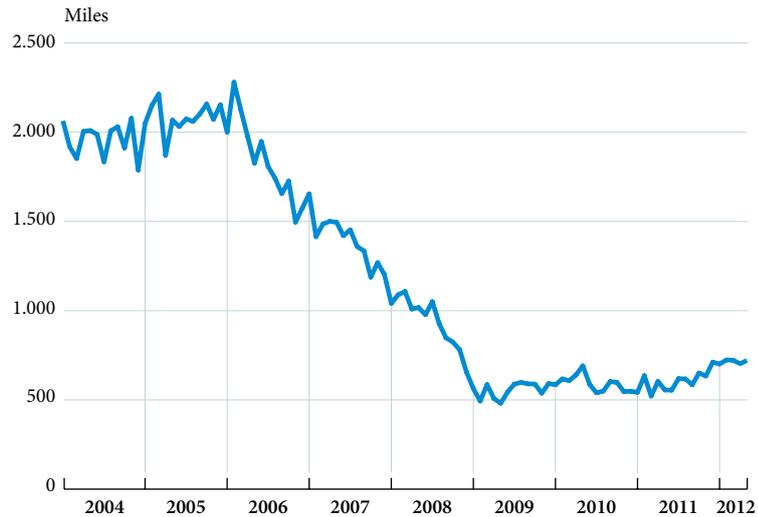
Asimismo, la actividad constructora de los últimos meses se está mostrando más fuerte de lo que se esperaba. El crecimiento intertrimestral del 4,5% debería tener continuidad a la vista de las 717.000 viviendas iniciadas en abril, en términos anuales, que suponen un incremento interanual del 29,9%. Sin embargo, los niveles de par-

La inversión debe recuperarse en el segundo trimestre.

La construcción mejora, pero para 12 millones de hogares el valor de la hipoteca supera al de la casa.

ESTADOS UNIDOS: LA RECUPERACIÓN DE LA CONSTRUCCIÓN, MUY PRELIMINAR

Viviendas iniciadas en términos anuales



FUENTES: Department of Commerce y elaboración propia.

El IPC está en el 2,3%, pero el abaratamiento del petróleo lo presionará a la baja.

tida excepcionalmente bajos hacen que la contribución al crecimiento del PIB sea baja y subrayan que el sector no ha visto todavía la luz al final del túnel. La sobreoferta seguirá presente hasta 2013, aunque los precios podrían haber tocado fondo. El índice Case-Shiller de viviendas de segunda mano de febrero para las veinte ciudades principales puso fin a su racha de descensos con una ligera subida y el sentimiento empresarial presenta cierta mejora. Sin embargo, el verdadero estímulo del sector pasa por que la Administración sea capaz de instrumentar una reestructuración de la deuda de los 12 millones de hogares con un saldo hipotecario pendiente que supera el valor del inmueble hipotecado.

En el apartado de los precios, la estabilidad es la tónica dominante. El índice de precios al consumo (IPC) subió un 2,3% interanual en abril -2,9% en marzo- a causa de efectos de base en el precio del petróleo. Sin embargo, el IPC subyacente, que excluye los precios energéticos y los de alimentación, se muestra renuente a confirmar su esperada ralentización y repitió el incremento del 2,3% interanual del mes pasado,

apoyado en un repunte de los precios de los bienes duraderos. El balance lo rompe a la baja el precio del petróleo, ya que, de mantenerse su reciente evolución bajista, el IPC debería quedar en las cercanías del 2,0% a finales de 2012. En todo caso, los precios dejan espacio para que la política monetaria continúe apoyando el crecimiento.

Por lo que respecta al sector exterior, el déficit comercial de marzo se incrementó hasta los 51.825 millones de dólares, 6.400 millones más que en febrero, que había sido anormalmente bajo a causa de la celebración del Año Nuevo Chino. Así, la mayor parte de incremento se centra en el deterioro de la balanza comercial con el gigante asiático. Sin embargo, el mes de marzo ofrece una doble lectura positiva. En primer lugar, las exportaciones se recuperaron a pesar de la debilidad de la demanda global y de la relativa fortaleza del dólar. En segundo lugar, el desequilibrio comercial en términos nominales debería corregirse en los próximos meses, ya que los efectos del abaratamiento del crudo, que es responsable de un 55,1% del déficit comercial, no llegaron a contabilizarse en marzo.

El saldo comercial se beneficiará del petróleo barato en el segundo trimestre.

Japón: un repunte sin solución de continuidad

El repunte superó las expectativas con un PIB del primer trimestre que avanzó un 1,0% intertrimestral, un 2,6% interanual. El dato pone momentáneamente a Japón a la cabeza de las economías avanzadas en términos de crecimiento. Sin embargo, la previsión para el conjunto de 2012 apenas llega al 2,5%, ya que la composición de las cuentas nacionales incrementa las dudas sobre la sostenibilidad del repunte.

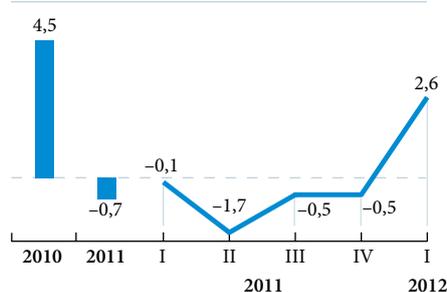
De forma inusual, el crecimiento del primer trimestre se fundamentó en el consumo privado, que creció más rápido que el resto de componentes, en la acumulación de existencias y en la inversión pública que, en la economía nipona, es especialmente fluctuante. Sin embargo, la inversión en equipo retrocedió un 3,9% intertrimestral y vino a evidenciar que, a la recuperación de la tragedia de marzo de 2011, a la que se sumaron las inundaciones tailandesas de verano de 2011, le quedan muchos flecos pendientes.

Japón crece un 2,6% en el primer trimestre gracias al consumo privado.

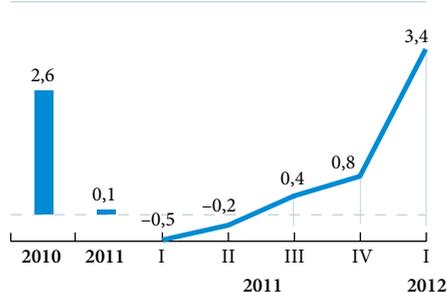
EVOLUCIÓN DEL PIB DE JAPÓN POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual en términos reales

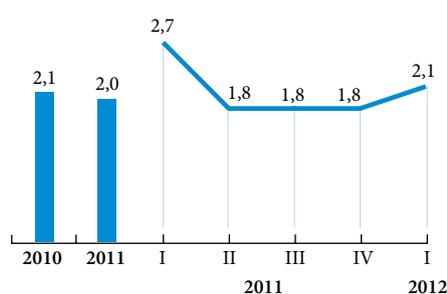
PIB



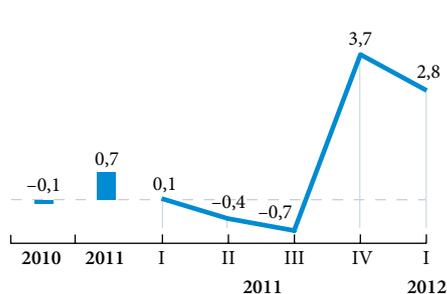
Consumo privado



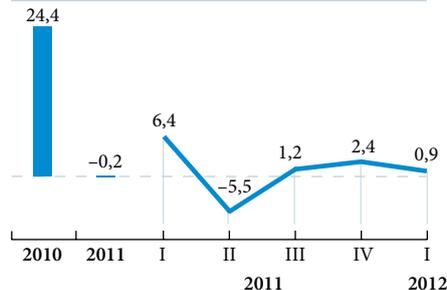
Consumo público



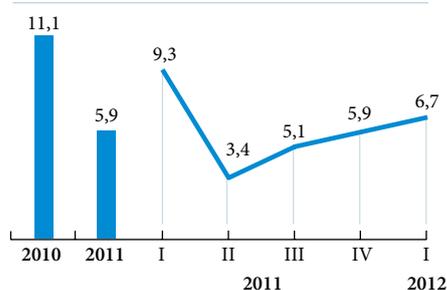
Formación bruta de capital fijo



Exportaciones de bienes y servicios



Importaciones de bienes y servicios



FUENTES: Instituto de Investigación Económica y Social y elaboración propia.

Pero la caída de la inversión y la necesidad de estímulos fiscales ponen en duda la continuidad del repunte.

Las carencias energéticas derivadas del parón nuclear y los cuellos de botella en los procesos productivos están poniendo paños en la rueda de la recuperación. Así lo indica la producción industrial, que en Japón tiene una influencia sobre el PIB mayor que en otras economías avanzadas. El índice de producción industrial lleva recuperado un 82,1% de lo que se perdió en el *tsunami* y se encuentra un 2,9% por debajo del nivel de febrero de 2011, previo a la catástrofe. Sin embargo, el ritmo de la recuperación se ha diluido, con un índice que en marzo se situaba por debajo del nivel de enero, en coincidencia con el deterioro de la inversión en las cuentas nacionales. Asimismo, los pedidos de maquinaria, indicador adelantado del gasto inversor en equipo, retrocedieron en marzo, especialmente los destinados a la exportación.

Los indicadores de demanda confirman el tirón del consumo, pero la confianza retrocede.

Los últimos indicadores de demanda vienen a confirmar la fuerza del consumo. Las ventas minoristas de marzo subieron un 10,3% interanual y las matriculaciones de automóviles de abril continuaron recu-

perándose. Sin embargo, la necesidad de estímulos fiscales al consumo por parte del sector público, que es el más endeudado de las economías avanzadas, genera dudas sobre la continuidad del repunte. Siguiendo estas expectativas, el índice de confianza de los consumidores descendió en abril hasta el nivel de los 40,0 puntos, algo por debajo de los niveles de febrero de 2011.

También existen dudas sobre el momentáneo abandono de la dinámica deflacionista. El IPC de marzo subió un 0,4% interanual pero, sin los efectos del encarecimiento del petróleo en el primer trimestre del año, el IPC subyacente, el general sin energía ni alimentos, se estancó, acumulando un descenso del 0,4% interanual. Alimentando este escepticismo, los precios de Tokio descendieron en abril. Por su parte, el saldo comercial ha encadenado déficit ininterrumpido de octubre de 2011 hasta marzo de 2012, fiel reflejo de las dificultades de suministros y costes que sufren las empresas exportadoras, en especial las del sector de la electrónica de consumo.

JAPÓN: 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	4,5	-0,7	-1,7	-0,5	-0,5	2,6	-
Ventas al por menor	2,5	-1,2	-1,7	-1,0	0,8	5,2	...
Producción industrial	16,6	-2,3	-6,7	-0,6	0,0	2,7	...
Índice de actividad empresarial (Tankan) (1)	0,0	-1,3	-9,0	2,0	-4,0	-4,0	-
Viviendas iniciadas	2,7	2,6	4,6	8,0	-4,8	3,6	...
Tasa de paro (2)	5,1	4,6	4,7	4,4	4,5	4,5	...
Precios de consumo	-0,7	-0,3	-0,4	0,1	-0,3	0,3	...
Balanza comercial (3)	7,9	-1,6	3,4	1,3	-1,6	-3,6	...
Tipo interbancario 3 meses (4)	0,39	0,34	0,34	0,34	0,3	0,3	0,3
Tipo de cambio efectivo nominal (5)	106,0	113,5	109,3	115,5	118,6	116,5	113,3

NOTAS: (1) Valor del índice.

(2) Porcentaje sobre población activa.

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

(4) Porcentaje.

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

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

JAPÓN: LA PRODUCCIÓN INDUSTRIAL, UNA RECUPERACIÓN ESTANCADA

Índice de producción industrial



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

China: la ralentización todavía no hace peligrar un aterrizaje suave

La debilidad de la mayor parte de los indicadores de actividad y el deterioro del sector exterior durante el mes de abril han sorprendido a la mayoría de analistas que siguen al gigante asiático, pues esperaban una ralentización algo más moderada. Y aunque nuestro escenario central todavía contempla un aterrizaje suave para el país, estos acontecimientos junto al posible recrudecimiento de la crisis de la eurozona llaman a una mayor contundencia en la política monetaria y fiscal de apoyo al crecimiento.

La producción industrial ejemplifica dicha ralentización, contrariamente a lo que auguraba el índice de gestores de compras (PMI), que subió por quinto mes consecutivo hasta los 53,3 puntos. Así, la producción industrial creció un 9,3% interanual en abril, por debajo del 11,9% de marzo y de las previsiones del consenso que lo situaban en el 12,2%. Asimismo, las ventas al por menor crecieron un 14,1% inter-

anual en términos corrientes, un punto por debajo de la cifra de marzo y de las previsiones de consenso. Por su parte, la inversión en capital fijo los cuatro primeros meses avanzó un 20,2% interanual, 0,7 puntos por debajo del acumulado hasta marzo.

En el frente exterior, las exportaciones crecieron un escaso 4,9% interanual, frente al 8,9% de marzo, ante la fragilidad de las economías avanzadas. La decepción fue todavía mayor para las importaciones, que apenas subieron en términos interanuales (0,3%) y marcaron una nueva bajada en términos mensuales, situando el superávit comercial en 18.426 millones de dólares. Esta debilidad de las importaciones es consecuencia de la moderación de la demanda externa, tal y como muestra el fuerte retroceso de la actividad exportadora de procesado y ensamblaje, aunque también es indicativa de una menor fuerza de arrastre del consumo privado y de la inversión.

En este entorno de moderada actividad y reducidos riesgos de sobrecalentamiento

Desaceleración de la mayor parte de indicadores de actividad de abril de China.

La flojedad de las importaciones indica un debilitamiento, tanto del sector exterior como del consumo y la inversión.

CHINA: 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	10,4	9,2	9,5	9,1	8,9	8,1	–
Producción industrial	15,7	13,7	13,9	13,8	12,8	11,6	9,3
Producción eléctrica	14,0	10,9	12,0	10,8	8,9	6,5	1,5
Precios de consumo	3,3	5,4	5,7	6,2	4,6	3,8	3,4
Balanza comercial (*)	184	156	172	170	156	160	167
Tipo de interés de referencia (**)	5,81	6,56	6,31	6,56	6,56	6,56	6,56
Renminbi por dólar	6,8	6,5	6,5	6,4	6,4	6,3	6,3

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

(**) Porcentaje a final de periodo.

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

Es necesaria una relajación monetaria y una contundente política fiscal proactiva.

–la inflación bajó ligeramente hasta el 3,4% frente al elevado 6,5% del pasado julio–, el ejecutivo deberá acelerar las políticas de relajación monetaria y las políticas fiscales proactivas tal y como anunció en el pasado Congreso Nacional de marzo. En particular, prevemos nuevas bajadas en el coeficiente de reservas, que se unirán al reciente recorte en 50 puntos básicos de mediados de mayo, y mayores esfuerzos destinados a aumentar la accesibilidad al crédito para pequeñas y medianas empresas. Fiscalmente, el Gobierno chino, además de seguir con su plan de refuerzo de las prestaciones sociales, construcción de viviendas sociales y mejora de infraestructuras, pretende estimular el consumo privado con reducciones impositivas y subsidios.

En definitiva, ante la moderación de la mayoría de indicadores de oferta y demanda, y la debilidad del sector exterior, está claro que todavía es muy precipitado hablar de cambios en los motores de crecimiento del país hacia el consumo interno y la inversión privada. Y tal y como ya mencionábamos el mes pasado, deberemos esperar a ver cómo evolucionan en los próximos meses los principales indicadores y cómo contribuye el *mix* de políticas monetarias y fiscales en la actividad de la economía china.

La economía brasileña se desacelera más de lo previsto.

Brasil: estímulos infructíferos

De los hechos acontecidos recientemente en la escena económica global, tres han trascendido de forma significativa sobre el devenir actual de la economía brasileña. Por un lado, la confirmación de la desaceleración económica en China en el primer trimestre; por otro, el avance de la corrección en los mercados de materias primas, y, por último, la intensificación de las tensiones en los mercados de deuda de la eurozona, provocando un marcado repunte de la aversión global al riesgo.

Ni hace falta subrayar que la desaceleración china y la tibieza de los mercados de materias primas surten un impacto significativo sobre la actividad económica brasileña al menoscabar su principal mercado externo. Ello explicaría, en parte, el decepcionante ritmo de avance de la economía brasileña en lo que llevamos de año, tal y como se desprende de los indicadores adelantados de coyuntura. A pocos días de que los datos oficiales de contabilidad nacional lo confirmen, el último registro conocido del índice mensual de actividad sugiere que el PIB habría retrocedido un 0,35% en marzo respecto a febrero, limitando el crecimiento interanual del primer trimestre a poco más del 1%, en línea

BRASIL: 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	7,6	2,7	3,3	2,2	1,4	...	-
Producción industrial	10,6	0,3	0,6	0,2	-1,9	-3,3	...
Confianza del consumidor (*)	159,7	156,4	155,4	153,2	155,2	164,3	165,0
Tasa de paro (**)	6,7	6,0	6,3	6,0	5,2	5,8	6,0
Precios de consumo	5,0	6,6	6,6	7,1	6,7	5,8	5,1
Balanza comercial (***)	20,1	29,8	25,2	30,5	29,8	29,1	28,1
Tipo de interés SELIC (%)	10,00	11,79	12,25	12,00	11,00	9,75	9,00
Reales por dólar (*)	1,78	1,63	1,56	1,88	1,86	1,83	1,91

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.

con el registro del último trimestre de 2011.

Dichos datos, junto al persistente retroceso de la producción industrial o al perceptible debilitamiento del empleo, evidencian una clara moderación del ritmo de avance económico en Brasil. Una moderación mayor de lo que se esperaba, en especial teniendo en cuenta el marcado tono expansivo de las políticas económicas desde el pasado otoño, y que ha llevado al propio Banco Central de Brasil a revisar a la baja sus perspectivas de crecimiento para 2012. Ante dichas circunstancias, la reacción de las autoridades económicas brasileñas no se ha demorado y ya han anunciado un nuevo paquete de estímulos fiscales para apoyar la demanda. Dicho paquete incluye tanto recortes impositivos (sobre operaciones financieras y compras de vehículos) como facilidades de crédito para la inversión empresarial en bienes de equipo o la adquisición de automóviles. Por su parte, el Banco Central también ha sugerido que la senda de recortes de tipos puede prolongarse más de lo previsto, por lo que no descartamos que la tasa SELIC pueda bajar del 8% este año.

En lo referente a la exposición a las turbulencias europeas, el real sigue siendo una de las monedas más vulnerables a los repuntes de aversión global al riesgo y, desde principios de mayo, ya lleva depreciado más de un 8% respecto al dólar y más de un 4% respecto al euro. En un principio, las autoridades no desaprobaron dicha tendencia, por juzgarla beneficiosa para un sector exportador manufacturero muy perjudicado por la fortaleza del real en los últimos tiempos. Sin embargo, el Banco Central de Brasil ha acabado por intervenir –y lo hizo contundentemente– en los mercados cambiarios con el afán de evitar que la moneda local se deprecie por debajo del umbral de los 2 reales/dólar, nivel que parece postularse como nuevo soporte de mínimos.

La persistencia del escenario de desaceleración y depreciación actual dependerá en gran medida de cuánto se demore la resolución del brote de tensiones en torno a la crisis de deuda en la eurozona y de si acaba o no mermando la confianza de los agentes económicos en Brasil. En cualquier caso, cabe anticipar que las autoridades brasileñas seguirán echando mano de los estímulos, pero puede que sus frutos, al

El grifo de los estímulos sigue abierto.

El real, a merced de la aversión global al riesgo.

menos en términos de crecimiento, ya no los recojan en 2012, sino en 2013.

México: viento en popa... pero vigilantes

En el primer trimestre de 2012, el PIB de México sorprendió en positivo con un crecimiento del 1,3% respecto al trimestre anterior, y un 4,7% respecto al mismo trimestre en 2011, anotando avances en todas las ramas de actividad. La paulatina consolidación de la confianza de los consumidores, un crecimiento sólido del crédito y el buen tono del empleo, de las remesas y de las ganancias salariales siguen augurando buenas perspectivas para el gasto interno en los próximos meses. Sin embargo, los últimos indicadores coyunturales esbozan cierta moderación.

Por un lado, las ventas al por menor crecieron menos de lo esperado en marzo y menos que en febrero (4,5% en cifra interanual *versus* un 7,6% el mes anterior); por otro, la producción industrial retrocedió en febrero un 1,7% respecto a enero, a pesar de seguir avanzando también en cifra inter-

anual. Asimismo, por el flanco externo, los riesgos siguen siendo a la baja y derivan, por un lado, de la posibilidad de que el crecimiento económico en Estados Unidos fuera menos vigoroso de lo que se espera y, por otro, de una persistencia excesiva de las tensiones financieras en la eurozona.

Ante dicho escenario, el último comunicado del Comité de Política Monetaria sigue sin cerrar la puerta a una mayor laxitud de su política si las circunstancias lo exigen. Con todo, ante un gasto interno relativamente estable, la inflación todavía por encima de la meta central del rango objetivo y renovadas tensiones en los mercados financieros globales, seguimos sin anticipar cambios en la política monetaria de Banxico en 2012.

Donde sí anticipamos cambios es en el Gobierno. Los últimos sondeos siguen dando como ganador al PRI y dan cada vez menos posibilidades a la candidata del PAN, actual partido gobernante. De todos modos, es muy improbable que el vencedor pueda gobernar en solitario, por lo que impulsar las reformas pendientes exigirá el apoyo de la oposición. En ese ámbito de

La economía mexicana avanza a paso firme con un crecimiento del 4,6% en el primer trimestre de 2012.

MÉXICO: 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	5,6	3,9	3,8	4,2	3,9	4,7	-
Producción industrial	6,2	4,0	3,8	3,6	3,7	3,2	...
Confianza del consumidor (*)	86,3	91,7	90,7	93,7	90,3	94,1	97,2
Índice avanzado de actividad (*)	117,1	117,1	121,0	122,8	123,8	124,4	...
Tasa de paro (**)	5,4	5,2	5,2	5,7	4,8	5,0	4,9
Precios de consumo	3,9	3,2	3,3	3,4	3,5	3,9	3,4
Balanza comercial (***)	-3,0	-1,2	0,0	-1,5	-1,2	-1,3	-1,7
Tipo de interés oficial de Banxico (%)	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50
Pesos mexicanos por dólar (*)	12,33	11,90	11,72	13,78	13,94	12,81	13,00

NOTAS: (*) Valor.

(**) Porcentaje sobre población activa.

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

FUENTES: Banco de México y elaboración propia.

las reformas, cabe señalar que, en abril, el Gobierno introdujo algunas medidas para simplificar el sistema tributario, aumentar los ingresos y reducir el fraude. Un paso en la buena dirección, pero la nueva legislatura deberá dar más.

Repliegues generalizados de las materias primas

El petróleo intensificó su corrección y, entre el 20 de abril y el 21 de marzo, retrocedió un 10,7% para quedar en los 109,10 dólares por barril (calidad Brent, para entregas

a un mes). El crudo se sitúa así un 1,1% por encima del nivel de inicios de 2012, pero un 2,1% por debajo del nivel de hace un año, lo que tirará a la baja del IPC de abril y mayo de la mayoría de las economías.

El precio del petróleo confirma su adhesión a la tendencia bajista a causa del incremento de producción de Arabia Saudí y de los efectos sobre la demanda de crudo de la debilidad de la eurozona. El recorrido de esta tendencia bajista quedaría circunscrito a 2012, ya que la evolución a largo plazo de la oferta y la demanda, en especial en las economías emergentes, darían soporte

Seguimos sin anticipar cambios en la política monetaria.

El petróleo cede un 10,7% en un mes y sigue por debajo del nivel del año pasado.

EVOLUCIÓN DE MATERIAS PRIMAS SELECCIONADAS (*)

Índice CRB



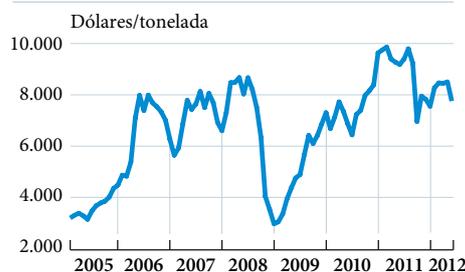
Petróleo Brent



Oro



Cobre



Níquel



Trigo



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

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

Los descensos en el resto de materias primas se centran en los metales, afectados por la desaceleración de China.

a incrementos moderados en el precio del petróleo a partir de 2013.

El resto de las materias primas se sumó a la tendencia bajista del crudo, en especial los metales, que se ven afectados por la ralentización del crecimiento en China. El índice CRB retrocedió un 1,6% entre el 20 de abril y el 21 de mayo y, en el cómputo del corriente, pierde todo lo que se había ganado hasta inicios de marzo. Entre los metales, destaca el descenso del 7,3%

del hierro y del 6,6% del cobre, que desde el máximo de principios de marzo acumula una pérdida del 9,7%. Aluminio y níquel secundan los descensos. Más intensa es aún la corrección entre los metales preciosos, con importantes retrocesos de plata, platino y paladio. Entre los alimentos, la evolución es desigual, con subidas en el trigo y descensos en el azúcar. El oro, por su parte, cedió un relativamente moderado 4,1%, situándose en los 1.590 dólares por onza.

El auge del mercado asegurador internacional

En las últimas décadas, la industria aseguradora mundial, que ya gestiona en torno a 23 billones de dólares en activos, ha protagonizado una expansión sin precedentes. En 2010, contabilizó ni más ni menos que 4,3 billones en primas, casi un 80% más que en el año 2000, gracias, fundamentalmente, al dinamismo del segmento vida y a la contribución creciente de unos mercados emergentes cuyo total de primas acumuló un crecimiento de más del 150% (en términos reales) durante dicho periodo. Solo en 2010, creció un 11% –siendo Asia y América Latina las regiones que más contribuyeron, con crecimientos del 19% y el 8% respectivamente– frente a un 1,4% en los países industrializados.

A pesar de ello, la penetración del seguro, medido como la ratio del total de primas sobre PIB, en dichos mercados emergentes sigue siendo muy modesta: 3% comparado con un 8,7% en los países avanzados en 2010. También así su densidad, medida como las primas per cápita: 111 dólares *versus* 3.527 anuales en los países avanzados ese mismo año. De dichos datos se desprende que el potencial por recorrer en dichas economías es enorme. ¿Pero qué factores impulsan la realización de dicho potencial?

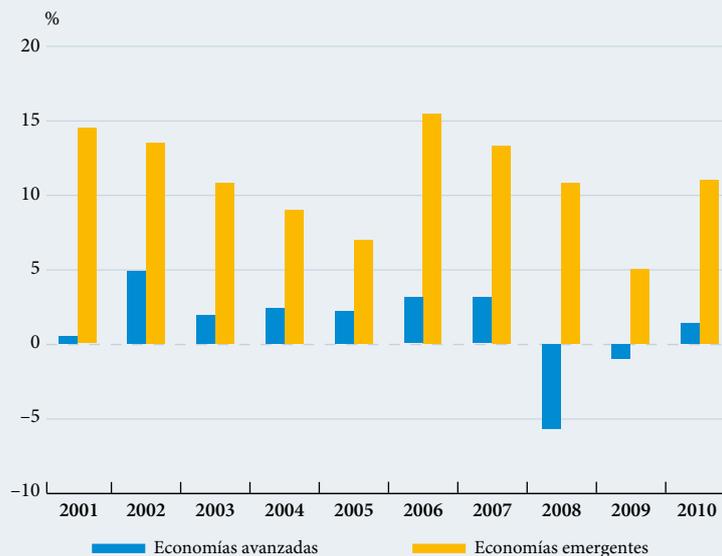
Los factores que influyen en el desarrollo del mercado asegurador varían en función del segmento –vida *versus* no vida, primordialmente–. Sin embargo, en general, su evolución va muy ligada a los fundamentos de la economía real y, en especial, al nivel medio de ingresos. Tal y como ilustra el gráfico siguiente, la relación entre renta y densidad aseguradora es marcadamente positiva. A mayor nivel de riqueza, mayor avance de la densidad aseguradora. Por lo tanto, no es de extrañar que, dado su veloz ritmo de expansión y su cada vez mayor contribución al crecimiento global, sean también las economías emergentes las que más han impulsado el crecimiento del negocio asegurador en los últimos años. Si han pasado de contribuir el 21% del PIB mundial en 2001 al 34% en 2010, su cuota mundial de primas en vida pasó del 5% al 14% y en no vida del 7% al 16%.

En el caso del segmento no vida, el principal factor de impulso se atribuye, efectivamente, al crecimiento económico. Se ha estimado que un avance del PIB/cápita del 1% iría asociado a un crecimiento de la densidad aseguradora (prima/cápita) en torno al 1,3%. Aparte de dicha relación, también se ha constatado una influencia significativa de la solidez de las instituciones, en especial del cumplimiento de los contratos, así como del parque de automóviles, de la densidad de población o del volumen de comercio exterior sobre el desarrollo de dicho segmento.⁽¹⁾ Con todo, la evidencia disponible en este ámbito sigue siendo limitada, puesto que, hasta la fecha, la gran mayoría de los estudios empíricos se han centrado en el segmento vida.

(1) Véase, por ejemplo, Feyen, Lester y Rocha (2011), «What drives the development of the insurance sector?», World Bank Policy Research Working Paper 5572.

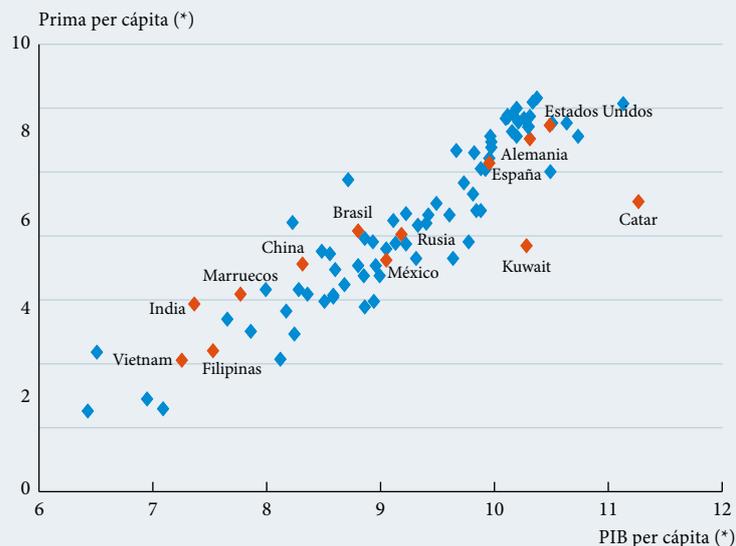
MAYOR DINAMISMO EMERGENTE

Crecimiento de la prima total de seguros



FUENTES: Swiss Re y elaboración propia.

DENSIDAD DEL MERCADO DE SEGUROS EN RELACIÓN AL PIB PER CÁPITA



NOTA: (*) Prima de seguros per cápita y PIB per cápita en paridad de poder de compra, ambos en logaritmos.
FUENTES: Swiss Re, IMF WEO y elaboración propia.

En lo relativo al segmento vida, su progreso también se vincula positiva y significativamente a la prosperidad económica, pero a partir de un determinado umbral. Su despegue exige un nivel mínimo de desarrollo que garantice la emergencia de una clase media y unos mercados de capital suficientemente líquidos. De este modo, suele desarrollarse con posterioridad al ramo no vida, cuando un número adecuado de hogares alcanza un nivel razo-

nable de ingresos, que se calcula correspondería a un PIB per cápita entre 5.000 y 8.000 dólares (en dólares de 2007),⁽²⁾ y la regulación y el mercado de capital local han madurado lo necesario. A partir de ese momento en el que es rentable, su crecimiento suele ser más rápido que el segmento no vida, con una elasticidad estimada en relación con el PIB/cápita en torno a 2. Es decir, un crecimiento del PIB/cápita del 1% iría asociado a un crecimiento de las primas per cápita en torno al 2%.

Además del crecimiento económico y del desarrollo del mercado de crédito, el avance del ramo de vida depende crucialmente de otros elementos que incluyen la existencia de un sistema de pensiones público, factores demográficos y elementos de cariz cultural o religioso. Un sistema de seguridad social amplio (medido en términos de contribuciones) tiende a reducir la demanda de seguros de vida, tanto porque reduce su necesidad como porque merma el nivel de renta disponible neta de impuestos y contribuciones. Por otra parte, una mayor esperanza de vida influye negativamente sobre la demanda de seguros de vida, lo cual sugiere que a menor probabilidad de muerte prematura, menos demanda de seguros de vida. Una mayor proporción de población musulmana también reduce la demanda de seguros de vida –dicha relación se explica por el hecho de que en algunos países islámicos el seguro de vida se desapruueba por no cumplir con la ley Shariah–, como también lo reduce una mayor tasa de inflación –un entorno altamente inflacionista merma la propuesta de valor de las pólizas de vida–. En contrapartida, se ha comprobado que una mayor población impulsa la demanda de seguros de vida, reflejando el efecto positivo de una mayor base de clientes, que facilita la mutualización de riesgos y permite aprovechar las economías de escala.

En definitiva, los resultados sugieren que hay margen para acelerar el desarrollo del sector asegurador desde el ámbito institucional: promoviendo un entorno económico sólido y con menor inflación; estableciendo un entramado legal robusto; impulsando el desarrollo de los mercados de crédito y capital; o liberalizando el mercado asegurador para potenciar competencia y productividad. Por otra parte, las empresas aseguradoras también pueden apresurar su penetración en los mercados emergentes diversificando los canales de distribución para llegar a un sector de la población más amplio –en particular, hay mucho recorrido por explotar en la actividad de banca-seguros–; innovando en productos –como se hizo con los nuevos seguros contra riesgos climáticos para la agricultura o los microseguros– o adaptándolos al fondo cultural y religioso de cada país –como los productos *takaful*, adaptados a la ley islámica Shariah.

Al fin y al cabo, el avance del sector asegurador no es insustancial: reduce la incertidumbre y el impacto de grandes pérdidas, permite una gestión más eficiente del riesgo, facilita la actividad comercial y, con todo ello, estimula la inversión, la innovación y la competencia. En definitiva, constituye un pilar fundamental en el desarrollo financiero y económico de un país, por lo que bien vale la pena sentar las bases que impulsen su crecimiento y sostenibilidad.

(2) Véase Lester (2009), «Introduction to the Insurance industry», Primer Series on Insurance Issue 1, The World Bank.

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

UNIÓN EUROPEA

Zona del euro: se mantiene en zona de turbulencias

Dos acontecimientos políticos, a raíz de las elecciones en Francia y en Grecia, tendrán importantes repercusiones económicas en los próximos meses. En primer lugar, el recién investido presidente de Francia, François Hollande, se reunió con la canciller alemana, Angela Merkel, para acordar el nuevo mantra europeo: austeridad con crecimiento. El objetivo es modular los recortes para evitar el riesgo de contracciones de la actividad económica que pongan en duda la viabilidad financiera de los países miembros.

De momento, no se ha anunciado ninguna medida concreta que permita formalizar el nuevo consenso europeo y avanzar en la solución de la crisis que atenaza Europa. Sin embargo, algunos miembros de la Co-

misión Europea como el responsable de Asuntos Económicos, Olli Rehn, se han mostrado partidarios de fomentar las inversiones públicas en áreas clave. En este sentido, los fondos estructurales y de cohesión, junto a un refuerzo del Banco Europeo de Inversiones, podrían servir para articular esta política sin incumplir el compromiso fiscal.

En segundo lugar, las elecciones celebradas en Grecia dieron lugar a un Parlamento atomizado. Debido a sus diferencias sobre el plan de rescate financiero, los partidos griegos fueron incapaces de ponerse de acuerdo para formar gobierno y se han convocado nuevas elecciones para el 17 de junio. Dado que las encuestas favorecen a los partidos que rechazan las condiciones actuales del rescate, algunos responsables económicos europeos han reflexionado sobre la posibilidad de que Grecia abando-

El nuevo mantra europeo es austeridad con crecimiento.

LA INCERTIDUMBRE SOBRE GRECIA PASA FACTURA AL EURO

Tipo de cambio euro-dólar



FUENTE: Bloomberg.

El crecimiento en Alemania evita que la eurozona entre en recesión.

ne el euro. Hasta el momento, la postura oficial de la Unión Europea es que la república griega permanezca en la zona del euro y que, eventualmente, sean los propios griegos los que tomen la decisión final sobre la salida de la moneda única.

En definitiva, el anuncio de la fecha de los comicios no ha apagado los focos de riesgos en los mercados financieros. Los rumores y desmentidos, normales en todas las situaciones confusas, se combinan además con una ausencia de liderazgo efectivo, y siguen provocando turbulencias de difícil digestión para la economía europea.

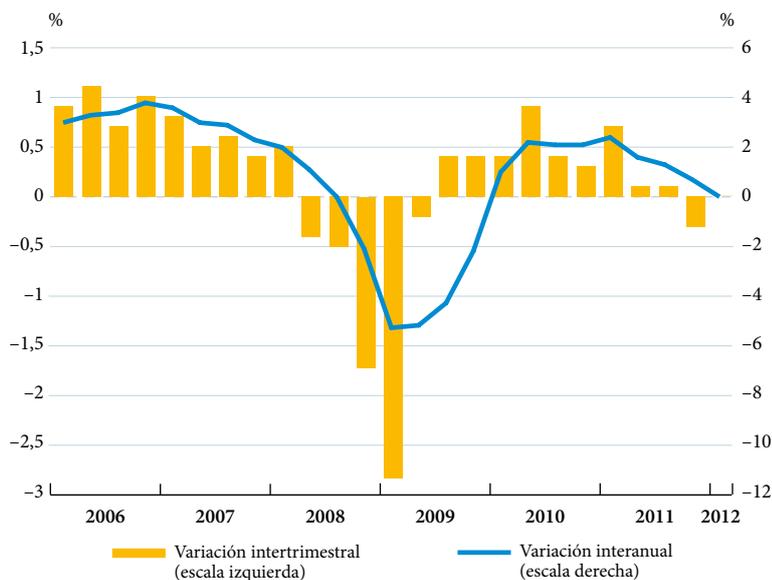
Ante la incertidumbre política y económica, se está produciendo por precaución una salida de depósitos de los bancos griegos, lo que en última instancia aumenta la fragilidad de todo el sistema. Paralelamente, las dudas de los inversores internacionales sobre si Grecia es el único país que podría salir del euro aumentaron la presión sobre el resto de Estados miembros. Además, la nacionalización de la

cuarta entidad bancaria de España creó incertidumbre sobre el estado del sistema financiero del país y la capacidad del Estado para asumir una posible reestructuración de su banca. Ambos hechos provocaron las últimas turbulencias financieras en Europa.

El riesgo evidente es que el enquistamiento de la incertidumbre durante varios meses afecte negativamente a la actividad económica. Y el último dato del producto interior bruto (PIB) del primer trimestre no invita particularmente al optimismo. La actividad económica se mantuvo estancada en el primer trimestre, pues el PIB presentó un crecimiento intertrimestral del 0,0%. De esta forma, se evitó que la economía entrara en recesión, tras la caída del 0,3% registrada en el cuarto trimestre del año pasado. El fuerte crecimiento del PIB en Alemania (0,5%) fue lastrado por el nulo crecimiento en Francia (0,0%) y las caídas en España (-0,3%) e Italia (-0,8%). Es decir, el fuerte crecimiento en Alemania evitó la recesión en la eurozona. Sin

EL MOTOR EUROPEO SE GRIPA

Variación del PIB



FUENTE: Eurostat.

ZONA DEL EURO: 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	1,9	1,5	1,6	1,3	0,7	0,0	-
Ventas al por menor	0,9	-0,6	-0,5	-0,5	-1,3	-1,0	...
Confianza del consumidor (1)	-14,2	-14,6	-10,7	-15,9	-20,6	-20,0	-19,9
Producción industrial	7,4	4,7	4,0	3,9	-0,1	-1,9	...
Sentimiento económico (1)	100,5	101,0	105,2	98,4	93,6	94,1	92,8
Tasa de paro (2)	10,1	10,2	10,0	10,2	10,5	10,8	...
Precios de consumo	1,6	2,7	2,8	2,7	2,9	2,7	2,6
Balanza comercial (3)	4,6	-19,6	-16,9	-22,1	-19,6	2,8	...
Tipo de interés euríbor 3 meses (%)	0,8	1,4	1,4	1,6	1,5	1,0	0,8
Tipo de cambio efectivo nominal del euro (4)	103,7	103,4	105,2	103,5	102,1	99,5	99,5

NOTAS: (1) Valor.

(2) Porcentaje sobre población activa.

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

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

FUENTES: Eurostat, Banco Central Europeo, Comisión Europea y elaboración propia.

embargo, se hace evidente la clara tendencia de desaceleración de la actividad económica, tal y como refleja la tasa interanual, que cae del 0,7% al 0,0%.

Desde el punto de vista de la demanda, el dato de ventas minoristas del mes de marzo presentó un crecimiento intermensual del 0,3%. Con esta subida, la tasa interanual mejoró desde el -2,1% hasta el -0,2%. Sin embargo, las ventas minoristas reflejan perfectamente la situación económica europea con profundos desequilibrios entre la debilidad de los periféricos y la fortaleza de los países centrales. Alemania y Francia presentaron crecimientos intermensuales del 0,8% y el 0,9% respectivamente, mientras que España registró una caída del -0,5% y Portugal, del -2,2%.

No obstante, la confianza de los consumidores europeos, situada en 19,9 puntos negativos en el mes de abril, permanece por debajo de la media histórica y, además, empeoró con respecto al registro del mes de marzo, que era de -19,1 puntos. Dos son los factores que evitan la recuperación

de un consumo de las familias, lastrado por la falta de confianza. El primer elemento es la debilidad del mercado laboral, que presentó un nuevo aumento de la tasa de paro en el mes de marzo hasta el 10,9% y da lugar a la tasa de paro más elevada de los últimos quince años.

El segundo factor es la incertidumbre política sobre el resultado de las futuras elecciones griegas. Ambos factores inducen un aumento de la incertidumbre y esto muy probablemente provocará el retraimiento del consumo de las familias en los próximos meses.

Los planes de austeridad fiscal impiden que el componente del gasto público sea el impulsor de la recuperación económica. Sin embargo, el componente de exportaciones netas continúa con su aportación positiva al crecimiento. El dato de la balanza comercial del mes de marzo presentó un superávit de 4.300 millones de euros, frente al dato anterior de 4.000 millones. Las importaciones retrocedieron un 1,1% intermensual, mientras que las exportaciones

La debilidad del mercado laboral y la incertidumbre política no auguran una recuperación del consumo.

Las exportaciones siguen aportando al crecimiento de la zona del euro.

La producción industrial de la eurozona sigue contrayéndose.

se contrajeron un 0,9% intermensual. Por países, destaca el elevado superávit comercial alemán de 10.500 millones de euros.

Desde la óptica de la oferta, la producción industrial de la eurozona del mes de marzo retrocedió un 0,3% intermensual, lo que aumentó la contracción del indicador en tasa anual del -1,5% al -2,2%. A pesar del aumento intermensual de la producción industrial en Alemania del 1,3%, esta no pudo compensar las caídas de Francia, -1,8%, y España, -0,9%. Por subsectores, la mayor caída la ha experimentado el sector energético, con un retroceso intermensual del 8,5%. Desafortunadamente, el dato de confianza empresarial, que volvió a caer en el mes de abril, no augura un repunte de la actividad industrial en los próximos meses.

Una de las consecuencias de la falta de actividad europea se manifiesta en el menor crecimiento de los precios. El índice de precios al consumo del mes de abril aumentó el 2,6% interanual, una décima inferior al registro del mes anterior, tal y como apuntaba el dato preliminar. Por su parte, la inflación subyacente, excluidos los componentes más volátiles de alimentación y energía, se mantiene en el 1,6%. Los epígrafes más inflacionistas durante el mes de abril han sido vestido y calzado, energía para el transporte y electricidad. La inflación se aproxima a la previsión del Banco Central Europeo (BCE), que estima que a finales de este año terminará cerca del 2,3%. La caída del precio del petróleo, iniciada en abril y acelerada en mayo, puede verse, sin embargo, parcialmente compensada por la depreciación que el euro ha experimentado a raíz de las últimas turbulencias. Aun así, la inflación continuará su senda descendente durante los próximos meses.

En definitiva, la irresolución de la situación griega y su impacto sobre los mercados financieros sigue atenazando a los agentes económicos y provoca que las decisiones de consumo e inversión se difie-

ran en el tiempo. El año pasado, las vacilaciones en la gestión política en la zona del euro demostraron ser el peor enemigo de la economía. Es importante, de cara a la futura trayectoria económica, evitar repetir los titubeos en la toma de decisiones y apostar por soluciones definitivas a una crisis financiera que ya ha cumplido cinco años, desde su origen en el verano de 2007.

Sorpresa positiva del PIB del primer trimestre en Alemania

Los datos del PIB del primer trimestre confirmaron que el retroceso de la actividad en el cuarto trimestre de 2011 fue un bache puntual y que la locomotora germánica reemprendió la marcha adelante. De hecho, el crecimiento intertrimestral del 0,5% superó las expectativas y situó la tasa de variación interanual en el 1,2%, que, con todo, es exponente de una tendencia de desaceleración. En mayo muchos indicadores de opinión, como el ZEW y el Ifo, registraron un brusco empeoramiento, afectados por la intensificación del clima de incertidumbre en la eurozona. De esta forma, solo subimos levemente la previsión del crecimiento medio anual hasta el 0,6% para el conjunto de 2012.

El incremento del PIB del primer trimestre fue impulsado sobre todo por el sector exterior. En efecto, el aumento del 1,7% intertrimestral de las exportaciones, debido sobre todo a la demanda de los países emergentes, y el estancamiento de las importaciones motivaron una contribución de 0,9 puntos a la expansión intertrimestral. También el consumo privado, que subió el 0,4% en el trimestre, anotó una aportación positiva. En cambio, la inversión, tanto la de bienes de equipo como la de la construcción, que sufrió el mal tiempo en febrero, experimentó una contracción.

En cuanto al segundo trimestre, las perspectivas del consumo son más bien favo-

La inflación está controlada.

En mayo los indicadores adelantados germánicos registran un brusco empeoramiento, afectados por la incertidumbre europea.

rables, apoyadas por la expectativa de crecimientos de la renta disponible y del nivel de empleo. Efectivamente, el mercado laboral continúa su buena evolución. En el primer trimestre la ocupación se colocó el 1,5% por encima de un año antes, mientras el número de parados se reducía. Tanto la mayor flexibilidad lograda tras las reformas laborales como el moderado comportamiento de los salarios han contribuido a la favorable trayectoria del mercado de trabajo.

De hecho, en algunas ramas se han constatado demandas de trabajo no satisfechas. Por ello el parlamento alemán aprobó hacia mediados de mayo una nueva ley para facilitar la entrada de inmigrantes con formación cualificada procedentes de terceros países de la Unión Europea mediante la creación de la denominada «tarjeta azul».

Desde la vertiente de la oferta, en marzo la producción industrial subió y se registró un alza del 2,2% de los pedidos, con lo que mejoraron las perspectivas. La reciente depreciación del euro también puede ayudar a animar al sector. En cuanto a la construcción, en marzo se recuperó del retroceso de febrero debido al mal tiempo. Los pedidos subieron el 10,0% en febrero con

relación a doce meses antes y en términos reales, lo cual es exponente de una evolución futura favorable.

Si bien es cierto que el incremento de las importaciones alemanas ayuda a reducir los déficits por cuenta corriente con los socios comunitarios y proporciona impulsos positivos a su crecimiento, recientemente han aumentado las voces que han apuntado a su insuficiencia y han abogado por la conveniencia de mayores estímulos al crecimiento alemán. Así, se han propuesto mayores incrementos salariales. Además, la derrota relativa del partido cristianodemócrata en las elecciones regionales en Renania del Norte-Westfalia podría ser atribuida a la política de austeridad gubernamental. No obstante estos signos, no se aprecia un claro cambio de rumbo de la política económica.

Así, como novedades en el proyecto de ley presupuestaria para 2013 aprobado por el Gobierno en mayo se puede citar la reducción de la obligación de conservar la documentación fiscal y contable de diez a ocho años, ampliable a siete más adelante. Con ello, se calcula que las empresas se ahorrarán 1.700 millones de euros anuales en la primera fase. Por otra parte, también se mejorará el trato fiscal para los coches

La favorable marcha del mercado laboral y el crecimiento de la renta disponible continúan apoyando al consumo privado.

Los presupuestos alemanes para 2013 reducen las cargas burocráticas para las empresas, pero no suponen un claro cambio de rumbo para estimular el crecimiento.

ALEMANIA: 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	3,6	3,1	2,9	2,7	2,0	1,2	-
Ventas al por menor	1,5	1,2	2,4	0,9	0,7	2,5	...
Producción industrial	10,0	8,0	7,9	8,2	3,5	1,0	...
Índice de actividad empresarial (Ifo) (*)	107,8	111,3	114,1	109,7	106,9	109,3	109,9
Tasa de paro (**)	7,1	5,9	6,0	5,8	5,6	5,6	...
Precios de consumo	1,1	2,3	2,3	2,4	2,4	2,1	2,1
Balanza comercial (***)	154,9	158,1	158,7	159,0	158,1	162,8	...

NOTAS: (*) Valor.

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

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

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

Enfriamiento del clima económico en Francia en mayo por la acentuación de las incertidumbres económicas.

eléctricos, con deducciones del coste de las baterías, para impulsar su desarrollo.

Después del estancamiento, ¿cambio de tercio de la política económica gala?

El instituto de estadística de Francia confirmó el estancamiento de la economía francesa en el primer trimestre y la tasa de variación interanual se colocó en el 0,3%. En abril el indicador de clima económico registró un empeoramiento y en mayo la mayoría de indicadores adelantados mostraron una intensificación del deterioro afectados por la incertidumbre económica, especialmente por la crisis de la eurozona. De este modo, en el segundo trimestre es probable que continúe la economía al ralenti o incluso que retroceda ligeramente. Para el conjunto del año mantenemos nuestra previsión de un crecimiento del 0,1%.

No obstante, la formación de un nuevo Gobierno en mayo tras la victoria del candidato presidencial del partido socialista, François Hollande, más proclive a relanzar la economía, podría hacer reconsiderar la previsión al alza. Sin embargo, en la formulación de la política económica va a influir el resultado de las elecciones legislativas de junio. Por otro lado, François

Hollande está de acuerdo con los objetivos de reducción del déficit público a largo plazo, si bien matiza que si no se logra un crecimiento adecuado de la economía no se podrán alcanzar. El problema es que el margen de maniobra es estrecho por los condicionamientos existentes.

Volviendo a los datos del PIB del primer trimestre, el crecimiento intertrimestral nulo fue el resultado de una contribución negativa de una décima del sector exterior, que se compensó con una aportación de la demanda interna de igual magnitud pero de distinto signo. El componente que experimentó un mayor aumento intertrimestral fue el consumo público, que experimentó una aceleración antes de las elecciones presidenciales y subió el 0,5%. El consumo privado se elevó más moderadamente, el 0,2%, mientras que la inversión retrocedió notablemente.

En este contexto, la ocupación en el sector privado no agrario se incrementó levemente, el 0,1%, en el primer trimestre después de dos pérdidas de empleos consecutivas, situándose en el mismo nivel que un año antes. Por otra parte, la inflación reemprendió su trayectoria a la baja en abril y se colocó en el 2,1% interanual. De este modo, la confianza del consumidor se recuperó livianamente en abril, pero permanecía sensiblemente por debajo de su nivel nor-

Los empresarios de la industria manufacturera francesa prevén aumentar la inversión el 6% este año.

FRANCIA: 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	1,6	1,7	1,7	1,5	1,2	0,3	-
Consumo de manufacturas por los hogares	1,7	0,9	1,3	-0,9	-0,3	-3,3	...
Producción industrial	4,6	2,5	1,9	2,9	0,5	-1,3	...
Tasa de paro (*)	9,8	9,7	9,6	9,7	9,8	10,0	...
Precios de consumo	1,5	2,1	2,1	2,1	2,4	2,3	2,1
Balanza comercial (**)	-52,3	-70,7	-65,5	-69,8	-70,7	-68,6	...

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

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

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

mal. En cuanto a la inversión, en el segundo trimestre la utilización de la capacidad productiva se relajó en cierta medida y acentuó su desviación de la media histórica. Así, en abril los empresarios de la industria manufacturera revisaron un punto a la baja el aumento de su expansión prevista para 2012 hasta el 6% con relación a las anteriores encuestas de enero.

Desde la óptica de la oferta, el panorama es similar. La producción de las manufacturas ascendió el 1,4% intermensual en marzo después de una contracción en febrero. Los pedidos se elevaron el 1,6% en el primer trimestre respecto a los tres meses previos y presentaban un aumento interanual del 0,7%. En abril la actividad del sector secundario se mostró más bien estable, pues los retrocesos del automóvil, la metalurgia y el caucho se contrarrestaron con la progresión de otras ramas. Por lo referente a la construcción, en abril se debilitó la demanda de viviendas nuevas hasta un nivel considerablemente por debajo del promedio a largo plazo.

En cuanto a la prima de riesgo de los bonos soberanos franceses en comparación con los alemanes a diez años, el 17 de mayo marcó su nivel máximo anual en 153 puntos básicos, pero se situaba por debajo del récord de 189 registrado en noviembre de 2011, y al final de la cuarta semana de mayo se relajó hasta un nivel inferior a la víspera de las elecciones presidenciales y era también menor al del inicio del ejercicio, a pesar de las tensiones en la eurozona. Así, el día 24 de mayo la agencia Moody's decidió mantener el máximo *rating* para la deuda soberana gala, aunque continuaba en «perspectiva negativa» por el difícil clima económico en el área del euro.

Respecto a las empresas, en el periodo febrero-abril se incrementó su número el 0,8% con relación al mismo periodo del año precedente, lo que refleja un fondo de resistencia de la economía francesa. Por

otro lado, el crédito a las sociedades no financieras siguió desacelerándose en marzo, con un alza interanual del 4,0%.

Se profundiza la recesión en Italia

Tal como se esperaba, en el primer trimestre se produjo una considerable caída intertrimestral del PIB transalpino, del 0,8%, superior a la registrada en los dos trimestres anteriores. Esto supone una profundización de la recesión y muestra su calado. De esta forma, la tasa de variación interanual del PIB descendió hasta el -1,3%. Esta contracción del nivel de la actividad se explica por el efecto de las políticas de rigor presupuestario, por las tensiones financieras, así como por la ralentización económica mundial. En la primavera, los indicadores avanzados continúan deteriorándose. Así, no variamos nuestra previsión de un retroceso del PIB del 1,5% para el conjunto de 2012.

El consumo, influido por menores rentas disponibles, por la negativa marcha del mercado laboral y por la persistencia de la inflación, se muestra débil. En abril, las ventas de automóviles registraron una bajada del 18,0% en relación con el mismo mes del año pasado. La confianza del consumidor prosiguió su caída en mayo y marcó la menor cota de las últimas décadas. De hecho, la ocupación en marzo bajó el 0,2% en términos desestacionalizados respecto a febrero y mostraba un descenso interanual del 0,4%. Al mismo tiempo, la tasa de paro se elevó hasta el 9,8% y el número de parados subía el 23,4% con relación a doce meses antes. Por su parte, la inflación se mantuvo en el 3,3% en abril por tercer mes consecutivo, debido en parte a alzas impositivas y de precios regulados.

Sin embargo, no toda la coyuntura es negativa. En los últimos tres meses hasta abril, las exportaciones dirigidas a los países de fuera de la Unión Europea anotaron

La agencia Moody's mantiene el máximo *rating* para la deuda soberana gala, pero con perspectiva negativa.

En la primavera, los indicadores avanzados italianos continúan deteriorándose.

La confianza del consumidor transalpino marca la cota más baja de las últimas décadas.

ITALIA: 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	1,8	0,5	1,0	0,4	-0,4	-1,3	-
Ventas al por menor	0,1	-1,1	-0,4	-1,5	-2,0	...	...
Producción industrial	6,7	0,2	1,9	-0,3	-3,1	-5,2	...
Tasa de paro (*)	8,4	8,5	8,2	8,4	9,1	9,6	...
Precios de consumo	1,5	2,7	2,6	2,8	3,4	3,3	3,3
Balanza comercial (**)	-30,0	-24,6	-34,1	-32,1	-24,6	-14,9	...

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 sector exterior compensa la contracción de la demanda interna, pero solo parcialmente.

un incremento del 2,6% respecto a los tres meses previos, mientras que las importaciones solo lo hicieron el 0,5%. Asimismo, en abril las ventas a los países no comunitarios subieron el 2,3% en relación con el mismo mes de 2011, frente a una caída del 8,1% de las compras a este grupo de países. De este modo, parece que el sector exterior podrá seguir compensando, aunque solo parcialmente, la retracción de la demanda interna.

Desde el punto de vista de la oferta, cabe señalar la caída de la producción industrial en el primer trimestre. No obstante, en marzo los pedidos industriales aumentaron el 3,5% intermensual, si bien eran un 14,3% inferiores a doce meses antes. El deterioro de la confianza de los sectores secundario y terciario en abril no dejaba demasiado margen al optimismo para el corto plazo tampoco desde la óptica de la oferta. Sin embargo, las reformas estructurales ya aprobadas, como las liberalizaciones y la simplificación administrativa, o en proyecto, como la reforma laboral, aumentarán sensiblemente el crecimiento potencial de la economía subalpina.

Por otro lado, a mediados de mayo, el diferencial entre la rentabilidad del bono del Tesoro italiano con el alemán a diez años se acercó a los 450 puntos básicos, un nivel

relativamente elevado, influido por el contagio de la crisis griega. No obstante, cedió algo posteriormente. De todos modos, este nivel es sensiblemente menor a los 530 puntos básicos registrados en enero y al récord de 550 alcanzado en noviembre de 2011. Esta mejora se debe al reconocimiento del mercado de las medidas de consolidación presupuestaria del Gobierno presidido por Mario Monti, aunque también a las intervenciones del Banco Central Europeo.

Reino Unido: reajuste en la economía

El Reino Unido sigue su delicado proceso de rebalanceo entre la contracción del consumo público y privado y el estímulo de la inversión y las exportaciones como motores de crecimiento. Este proceso es lento y doloroso, tal y como pone de manifiesto el dato del producto interior bruto (PIB) del primer trimestre de 2012. Este se redujo un 0,2% intertrimestral y es el segundo trimestre consecutivo de crecimiento negativo, porque el cuarto trimestre del año pasado presentó una caída del 0,3%. Por lo tanto, la economía del Reino Unido ha entrado técnicamente en recesión, aunque de momento la tasa de crecimiento interanual del PIB no ha entrado en terreno negativo, está en el 0,0% concretamente.

El Reino Unido entra en recesión.

REINO UNIDO: 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	2,1	0,7	0,4	0,3	0,5	0,0	-
Ventas al por menor	-0,3	0,7	0,4	-0,5	1,2	1,9	-1,1
Producción industrial	1,9	-1,2	-1,4	-1,6	-2,9	-3,0	...
Tasa de paro (1)	4,5	4,7	4,6	4,8	4,9	4,9	4,9
Precios de consumo	3,3	4,5	4,4	4,7	4,7	3,5	3,0
Balanza comercial (2)	-96,3	-101,1	-98,7	-100,7	-101,1	-101,0	...
Tipo de interés líbor 3 meses (3)	0,7	0,9	0,8	0,9	1,0	1,1	1,0
Tipo de cambio efectivo nominal de la libra (4)	80,4	78,4	78,6	77,1	79,4	80,4	81,5

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.

No se dispone del desglose del dato del PIB por partidas de gasto, pero sí por sectores económicos. Aunque el dato es preliminar y está sujeto a revisión, parece que el sector de la construcción fue el gran culpable de la caída, con una contracción del mismo del 3,0% intertrimestral, la mayor caída desde el primer trimestre de 2009. El sector manufacturero se contrajo un 0,1%, mientras que el sector de servicios se expandió un discreto 0,1%, impulsado por el sector de transporte, almacenamiento y comunicación.

Desde la óptica de la demanda, el consumo de las familias sigue débil, como muestra el dato de ventas minoristas del mes de abril, que se redujo un 2,3% intermensual, con lo que la tasa interanual se situó en el 0,4%, siendo este el crecimiento más bajo desde enero de 2010. A la prudencia en las decisiones de gasto de las familias se añadió un factor adicional, pues las ventas se vieron obstaculizadas por la lluvia, ya que el mes de abril registró la mayor cantidad de lluvia para el mes desde que comenzaron los registros en 1910, según la oficina de meteorología nacional. Este factor afectó negativamente las compras de ropa y gasolina, con caídas del 5,2% y 3,4% en tasa interanual, respectivamente.

Parte de la atonía del consumo de las familias debe explicarse por la debilidad del mercado laboral y el deterioro de la renta disponible de las familias, pues los salarios siguen creciendo por debajo de la inflación desde hace cuatro años. Afortunadamente, el último dato de inflación ha sido positivo en tanto que el índice de precios al consumo del mes de abril se ralentizó hasta situarse en el 3,0%, desde el registro del mes anterior que fue del 3,5%. Es preciso recordar que la inflación en el Reino Unido tocó un máximo del 5,2% en septiembre del año pasado, debido al incremento de los precios energéticos y a las subidas de los impuestos indirectos. El transcurso del tiempo favorece, por un efecto de base, la reducción del índice de precios. También ayuda la propia debilidad de la demanda que elimina parte del poder de fijación de precios de las empresas que deben ofrecer descuentos y ofertas para evitar una mayor caída de las ventas.

El Estado sigue con su programa de austeridad, tal y como pone de manifiesto el dato de déficit fiscal de abril, que en el Reino Unido es cuando empieza el año fiscal. Concretamente, el déficit se situó en los 16.500 millones de libras esterlinas, cuando

Los indicadores avanzados sugieren una moderada mejora en la actividad económica.

En Europa emergente, mientras Polonia y Eslovaquia sortean mejor la crisis, Hungría, la República Checa y Rumania sufren más.

los expertos esperaban una cuantía superior de 20.000 millones de libras. El objetivo para el año fiscal, según el presupuesto nacional, es un déficit del 6,4% del PIB.

Desde la perspectiva de la oferta, la producción industrial del mes de abril presentó una contracción del 0,3% intermensual y del -2,6% interanual. Sin embargo, es interesante hacer hincapié en los datos de los índices de gestores de compras (PMI) tanto del sector de la construcción como del sector de servicios, que presentan unos niveles de 55,8 y 53,3 puntos. En ambos casos llevan desde principios de año por encima del nivel de 50 puntos que indica expansión del sector. Estos datos de coyuntura económica sugieren un crecimiento moderado y auguran que la revisión del dato del primer trimestre del PIB podría ser al alza.

En definitiva, la economía del Reino Unido ha vuelto a entrar en recesión y el propio Banco de Inglaterra prevé que el PIB del segundo trimestre se reduzca ligeramente por la celebración del jubileo de diamante de la reina Isabel II. Empero, los Juegos Olímpicos impulsarán la actividad económica en el tercer trimestre. No obstante, como recuerda el Fondo Monetario Internacional en su informe anual sobre el

Reino Unido, aunque se espera que la recuperación económica vaya consolidándose a medida que transcurre este año, los riesgos siguen estando marcadamente a la baja.

Europa emergente: a dos velocidades

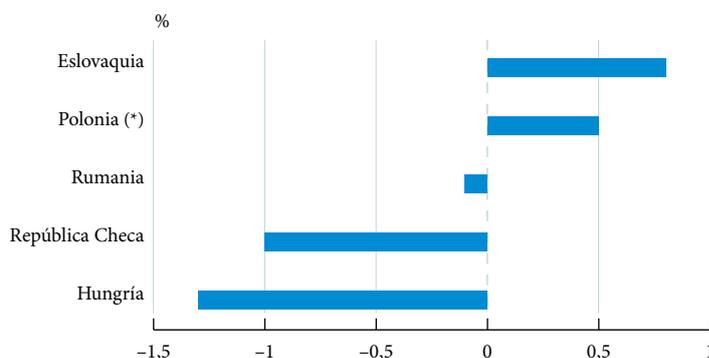
A medida que avanza el año, parece confirmarse que las economías comunitarias de Europa emergente, como también sucede en la Unión Europea en su conjunto, van a circular a dos velocidades. Centrándonos en los cinco países que habitualmente reseñamos en estas páginas (Polonia, Eslovaquia, Hungría, Rumania y la República Checa), las dos primeras están manteniendo un ritmo de actividad sensiblemente superior a las tres últimas.

De hecho, con los datos de contabilidad nacional del primer trimestre en la mano, se confirma que Rumania ha entrado en recesión, definida esta como dos trimestres consecutivos de descenso intertrimestral del producto interior bruto (PIB), al contraerse su economía un 0,1% en los tres primeros meses de 2012 (en el cuarto trimestre, la caída fue del 0,2%). La República Checa, por su parte, se encuentra en esta triste tesitura desde el tercer trimestre de 2011. Con todo, cabe mencionar que

Mayores retrocesos del PIB de lo previsto en el primer trimestre en Hungría y la República Checa.

NOTABLES DIFERENCIAS DE CRECIMIENTO EN EUROPA EMERGENTE

Variación intertrimestral del PIB real, primer trimestre de 2012



NOTA: (*) Previsión propia.

FUENTES: Eurostat y elaboración propia.

hasta que se agravó sensiblemente en el primer trimestre de 2012, cuando la economía cayó un 1% intertrimestral, su ritmo de descenso era mínimo, del 0,1% en los trimestres tercero y cuarto de 2011. Hungría, finalmente, tras no crecer en el cuarto trimestre, se anotó el peor registro de crecimiento de la Unión Europea, con un retroceso intertrimestral del 1,3%.

En el lado positivo encontramos, como decíamos, a Polonia y Eslovaquia. Aunque todavía no se dispone de la cifra de crecimiento de Polonia, los indicadores mensuales de actividad sugieren que el PIB podría haber avanzado un 0,5% en el primer trimestre. Eslovaquia, por su parte, sorprendió favorablemente con un aumento del 0,8% en dichos tres primeros meses del año (idéntica cifra a la registrada en el último trimestre de 2011).

A modo de síntesis, y a falta de disponer del detalle de componentes, se puede apuntar que las economías en recesión, o práctica recesión, tienden a combinar un pulso débil de la demanda interna, una política fiscal procíclica y un deterioro exportador apreciable. En situación prácticamente contraria se encuentran Polonia y Eslovaquia, cuya política fiscal es más relajada y el dinamismo de la demanda interna, más apreciable (especialmente en el caso polaco).

¿Qué se puede esperar para lo que resta del año? Estas cifras, peores de lo esperado en los casos de la República Checa y Hungría y superiores a lo previsto en el de Eslovaquia, sin alterar en lo esencial el escenario que manejamos para 2012, sí obligan a una cierta revisión en los casos mencionados. En la República Checa, la descomposición por el lado de la oferta, sí disponible, nos ofrece una pista de cuál ha sido el sector que individualmente ha roto a la baja las previsiones, el financiero. Aunque existían indicios de que las presiones financieras

registradas desde noviembre pasado habían afectado a la generación de valor añadido del sector, la caída superó las previsiones. Dicho esto, creemos que, como sugieren los datos de actividad industrial, el aguante que está mostrando la demanda alemana será un factor positivo en el segundo trimestre. En definitiva, revisamos moderadamente a la baja el crecimiento previsto para 2012, del 0,4% al 0,2%.

Por lo que se refiere a Hungría, el peaje que representa para el crecimiento del conjunto del año un primer trimestre más débil de lo previsto obliga por sí mismo a revisar a la baja la previsión anual, que pasa de ser de una caída del 0,4% a un descenso del 1,0%. Finalmente, y en sentido opuesto, el inesperadamente buen dato del primer trimestre de Eslovaquia apunta a que el año podría cerrarse por encima del 1,4% que hasta ahora preveíamos. A pesar de que es difícil imaginar un crecimiento intertrimestral de idéntica intensidad que el de los últimos dos trimestres, la inercia actual debería facilitar un crecimiento anual del orden del 1,6%. Para Rumania y Polonia mantenemos las previsiones que manejábamos, con un 1,1% y un 2,5% de crecimiento anual, respectivamente.

Los principales riesgos para el cumplimiento de estas previsiones están prácticamente circunscritos al desarrollo de la doble crisis, económica y financiera, de la zona del euro. En caso de que la recesión de la zona de la moneda única no finalice en el último trimestre del año, como preveíamos, o que la situación de estrés financiero repunte sensiblemente (hasta la fecha, con la excepción de Hungría y Rumania, la región se mantiene relativamente aislada de la dinámica de los países periféricos de la eurozona), sería probable que, con la excepción de Polonia, los restantes cuatro países se deslizaran hacia la zona de la recesión (o de una recesión más grave en el caso de Hungría).

Eslovaquia sorprende favorablemente y cabe esperar que Polonia resista sin excesivos problemas.

Revisión a la baja del crecimiento previsto para 2012 de Hungría y la República Checa, y al alza en el caso eslovaco.

El riesgo principal sigue siendo un agravamiento del ciclo de debilidad debido a un recrudescimiento de la crisis de la eurozona.

Mitigar el riesgo de los desastres naturales para fomentar la estabilidad

Los desastres naturales tienen una doble cara y ninguna de ellas es amable. Por un lado está la más amarga, aquella que es irrecuperable, que no es otra que la pérdida de vidas humanas. Para tener idea de la magnitud de este drama, solo hay que tener presente que entre 1970 y 2010 los desastres naturales se han llevado por delante la vida de 3,3 millones de personas.⁽¹⁾ Por otro lado están las pérdidas materiales, que, aunque costosas, se pueden recuperar en el medio y largo plazo. Para el mismo periodo mencionado, se estima que la naturaleza ha ocasionado daños por un valor de 3,2 billones de dólares (más del 20% del PIB nominal de Estados Unidos).

El impacto económico de un desastre natural, así como el esfuerzo en las posteriores labores de recuperación, difieren de forma sustancial dependiendo de si se ha producido en un país en vías de desarrollo o en un país rico. Por lo general, el impacto en los países emergentes es mucho más negativo. Sin embargo, los países en desarrollo tienen cubiertas mediante algún mecanismo de seguro únicamente el 3% de las pérdidas potenciales, frente al 45% de cobertura en los países más industrializados.

INCREMENTO DE LA FRECUENCIA Y COSTE DE LOS DESASTRES NATURALES

		Pérdida	Pérdida cubierta	Pérdida no cubierta	
		Miles de millones de dólares	% pérdida	% PIB	% presupuesto público
Terremoto <i>Marmara (1999)</i>	Turquía	22,0	5%	5%	21%
Huracán <i>Katrina (2005)</i>	EEUU	1.380	49%	0,5%	1,5%
Inundaciones <i>(1997)</i>	Polonia	3,5	6%	3%	11%
Terremoto <i>Gujart/Bhuj (2001)</i>	India	0,6	2%	1%	7%
Terremoto <i>Northridge (1992)</i>	EEUU	43,0	47%	0,3%	2%
Terremoto <i>Sichuan (2008)</i>	China	85,0	0,4%	1,8%	15%
Huracán e inundaciones <i>(1999)</i>	Francia	6,2	100%	–	–

FUENTE: Banco Mundial, MultiCat Program, octubre de 2010.

En agosto de 2005, el huracán Katrina azotó la zona sur y el centro de Estados Unidos, produciendo cuantiosos daños en Florida, Luisiana y Misisipi. A pesar de su gravedad, este desastre apenas afectó al crecimiento potencial del país en su conjunto, y en poco tiempo la normalidad se había restituido. Sin duda ello fue posible gracias a los enormes medios de los que dispone Estados Unidos. La cruz la podemos encontrar en muchos países en vías de desarrollo. Por ejemplo, el terremoto registrado en Haití en enero de 2010 provocó enormes daños que adquirieron carácter estructural, cercenando el ya de por sí pobre crecimiento económico y haciendo que el país haya pasado a depender casi exclusivamente de la ayuda humanitaria y financiera proporcionada por la comunidad internacional. Este no es un caso aislado, ya que, en general, cuando se produce un desastre natural en un país pobre, la ayuda externa por motivos solidarios o de caridad constituye el pilar básico para paliar los daños y posteriormente reconstruir el país.

(1) «Disaster Risk Management: Building a Safe and Resilient Future for All», The World Bank, septiembre de 2011.

Con el objetivo de mejorar esta situación, importantes instituciones multilaterales (como el Banco Mundial) han trabajado en el desarrollo de programas⁽²⁾ dirigidos a proporcionar asistencia técnica y financiera para que los países con mayor propensión a sufrir el impacto de fenómenos climatológicos devastadores puedan desarrollar estrategias de *Gestión del Riesgo de Desastres* (DRM, por sus siglas en inglés). Se trata de diseñar herramientas que permitan a estos países protegerse, al menos en la dimensión económica, de eventos hasta ahora considerados fatalidades, pero que con una adecuada previsión pueden pasar a ser contratiempos superables.

El desarrollo e implementación de una DRM permite a los Gobiernos obtener importantes ventajas económicas y sociales. En primer lugar, reducen la exposición de las finanzas públicas a la ocurrencia de un desastre natural, ya que determinados riesgos son transferidos a los mercados internacionales de reaseguros o a los mercados de capitales. En segundo lugar, la menor incertidumbre fiscal genera un entorno propicio para que las autoridades faciliten el acceso de la población a mejores servicios sociales, a la vez que desarrollan infraestructuras productivas que permiten incrementar el crecimiento a largo plazo. Por último, los Gobiernos se aseguran de que, ante una situación de emergencia, tendrán acceso inmediato a los fondos necesarios para proveer ayuda a la población y para reconstruir las infraestructuras dañadas. Un breve repaso a las experiencias de países tan diferentes como México o Malawi ayuda a ilustrar de forma clara los beneficios potenciales que los países pueden obtener con estas estrategias.

En 1985 México sufrió dos terremotos de magnitudes de 8,0 y 7,5 en la escala Richter, que ocasionaron más de 10.000 fallecidos y destruyeron 100.000 viviendas. Esta situación obligó al Gobierno a reasignar recursos que estaban destinados a desarrollar infraestructuras públicas para poder enfrentar los gastos de reconstrucción del sector privado. Con el fin de evitar una situación futura similar, en 1996 el Gobierno mexicano decidió crear el Fondo de Desastres Naturales (FONDEN), al tiempo que desarrolló un marco institucional dirigido a la disminución y reducción de los riesgos asociados a desastres naturales. Para alcanzar sus propósitos, el FONDEN utiliza varios instrumentos, entre los cuales se encuentran los *Cat Bonds* (bonos catástrofe). Un *Cat Bond* (véase figura siguiente) es un activo de renta fija que paga cupones de forma periódica a los inversores durante la vida del bono, y que cubre al patrocinador contra un conjunto de desastres naturales (terremotos, huracanes, etc.). Si alguno de los eventos cubiertos ocurre durante la vida del bono, el país patrocinador retiene el principal para financiar el desembolso de ayudas a la población y los trabajos de reconstrucción.

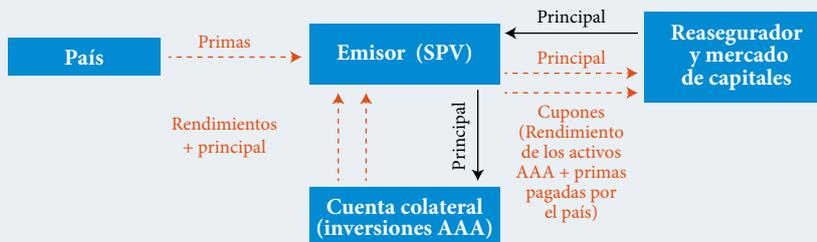
En 2006, el FONDEN emitió el bono CatMex por valor de 160 millones de dólares, para transferir el riesgo de un eventual terremoto a los mercados financieros internacionales. Fue la primera emisión de un instrumento de estas características por parte de un Gobierno. En 2009, tras el vencimiento del CatMex, México decidió diversificar aún más su cobertura emitiendo un bono multirriesgo con vencimiento en octubre de 2012, bajo las líneas de un programa diseñado por el Banco Mundial. La cuantía colocada fue de 290 millones de dólares y la demanda por parte de los inversores alcanzó niveles muy elevados, contando con la participación de entidades privadas de la talla de Swiss Re y Goldman Sachs. Con esta emisión el Gobierno mexicano ha transferido parcialmente al mercado el riesgo de un desastre climatológico o geológico, asegurándose una cobertura multianual a un coste razonable. El atractivo para los agentes privados que adquieren el bono reside en las posibilidades de diversificación, ya que se trata de activos que no dependen de la evolución económica o financiera de un Gobierno o empresa, y por lo tanto no están correlacionados con el resto de activos.

Malawi es otro ejemplo de país beneficiado por estrategias de gestión del riesgo de desastres. Se trata de una nación pobre situada en el sur de África, altamente vulnerable a las sequías y donde el 38% del PIB depende de la agricultura. En 2005 el país registró una sequía severa que obligó al Gobierno a destinar 200 millones de dólares para

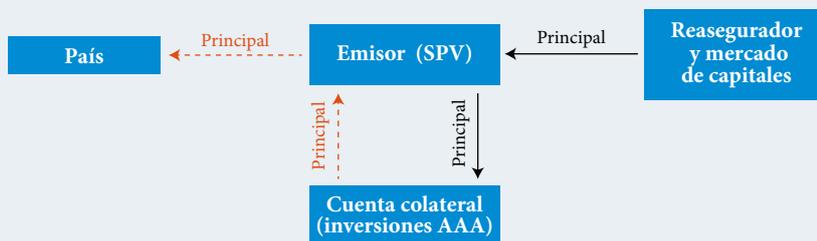
(2) En 2006 se creó la Global Facility for Disaster Reduction and Recovery (GFDRR). El mandato principal de la GFDRR es la de colaborar en el desarrollo de políticas estratégicas dirigidas a la reducción del riesgo de desastre (DRR o *Disaster Risk Reduction*) y la adaptación al cambio climático (CCA o *Climate Change Adaptation*).

ESTRUCTURA Y FLUJOS DE UN CAT BOND

A: El SPV (*Special Purpose Vehicle*) recibe el principal del bono pagado por los inversores e invierte los fondos en bonos AAA. Si no ocurre un desastre, los inversores reciben los rendimientos de los activos AAA más las primas. Al vencimiento, el SPV devuelve el principal a los inversores.



B: El SPV recibe el principal del bono pagado por los inversores e invierte los fondos en bonos AAA. Si ocurre un desastre, el SPV liquida los activos AAA de la cuenta colateral y entrega parte o todo el principal al país (basándose en las condiciones estipuladas en el bono).



— Día de la emisión
 - - - - Flujos futuros

FUENTE: FONDEN.

paliar el hambre que padecían millones de granjeros. Aunque la comunidad internacional colaboró con una cuantía similar, los efectos fueron de gran consideración. A raíz de esta situación, el Gobierno de Malawi, asesorado por organismos multilaterales, desarrolló una estrategia para transferir parte del riesgo a los mercados de capitales y así mitigar el impacto negativo en la economía y los presupuestos del Gobierno ante una repetición del episodio. El objetivo principal era asegurar el acceso rápido a fondos que permitieran reducir la dependencia de la ayuda humanitaria internacional. Para ello, el Gobierno de Malawi compró en 2008-2009, 2009-2010 y 2010-2011 un contrato derivado (opción *put* a un plazo de seis meses) sobre un índice pluviométrico. Este índice asocia la pluviosidad a la producción de maíz, de forma que, si las precipitaciones caen por debajo de un cierto baremo (10% del promedio histórico), el contrato ofrece protección por la cosecha que pudiera perderse. En 2009-2010 tuvo lugar la temida sequía, pero el Gobierno de Malawi percibió, gracias a esta cobertura, una cantidad que destinó a adquirir maíz en el mercado de futuros internacional, asegurando con ello el coste del suministro para el país.

Estas son simplemente dos experiencias de países que, haciendo uso de instrumentos novedosos, han logrado transferir parcialmente y de manera eficaz el riesgo de un desastre natural a los mercados financieros y de seguros internacionales. Está claro que estas estrategias no son una solución completa, pero sin duda favorecen una mayor estabilidad de los presupuestos públicos y el crecimiento a largo plazo.

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

MERCADOS FINANCIEROS

Mercados monetarios y de capital

La incertidumbre se apodera del escenario financiero

Los mercados financieros globales han atravesado un periodo complicado en mayo. Dos factores han incidido al unísono: la agitación del clima político y económico en la eurozona y los flojos datos de actividad económica en los países emergentes, en particular China. Tras las elecciones del 6 de mayo, la crisis política en Grecia, reflejo del dubitativo respaldo del pueblo heleno a las condiciones impuestas desde Bruselas, está poniendo en una situación extrema al conjunto de la eurozona. Las especulaciones sobre una posible salida de Grecia del euro, junto al recelo que suscita la salud del sistema bancario de España, han actuado como combustible del intenso repunte de las primas de riesgo en la periferia europea. El debate sobre el diseño, la orientación y el funcionamiento de la Unión Económica y Monetaria está entrando en una fase decisiva, justo en un periodo de citas electorales que deben dar legitimidad democrática a las grandes decisiones que se avecinan. Así, el cambio de Gobierno en Francia supone una notable alteración en la correlación de fuerzas dentro de Europa, que de entrada ha contribuido a la incertidumbre. Adicionalmente, en el contexto macroeconómico internacional, la publicación de datos de actividad más débiles de lo esperado en países clave como China ha enturbiado las perspectivas de crecimiento global. Bajo este contexto, los mercados financieros, reflejando las expectativas y temores de los inversores, siguen atravesando una etapa marcada por la incertidumbre y por la búsqueda de opciones seguras.

Expectación ante las actuaciones de las autoridades monetarias

A la vista del repunte de las tensiones crediticias en el marco de la eurozona y el deterioro de las expectativas del crecimiento económico global en las últimas semanas, los inversores siguen muy de cerca los movimientos y declaraciones de los principales bancos centrales. Si bien es cierto que desde la Reserva Federal y el Banco Central Europeo siempre se ha transmitido un mensaje de predisposición hacia el uso de estímulos monetarios adicionales en caso de necesidad, todavía ninguna de las dos entidades ha anunciado de manera oficial futuras actuaciones.

En el caso de Estados Unidos, el debate se centra en la posible aprobación de una tercera ronda de compra de bonos públicos (*quantitative easing, QE*) por parte de la Reserva Federal (Fed). Como se expone en las actas de la última reunión del comité de política monetaria, la entidad estima que el futuro a corto plazo de la economía norteamericana estará caracterizado por un ritmo de crecimiento moderado pero sostenible, que aportará las condiciones para la creación de empleo. Bajo esta lectura, los responsables de la Fed opinan mayoritariamente que no parece que vaya a ser necesario recurrir al uso de medidas cuantitativas adicionales a las ya aplicadas, pero dejan la puerta abierta. La entidad ha manifestado su satisfacción con la estrategia de política monetaria vigente y con la eficacia de los instrumentos en vigor. Los principales elementos son el compromiso de conservar los tipos de interés en el nivel mínimo posible del 0%-0,25% hasta fina-

Las dudas en torno a Grecia y España dominan el sentimiento de los inversores.

Los inversores examinan las declaraciones de los bancos centrales.

La Fed mantiene su estrategia, pero no descarta nuevos estímulos.

La Fed identifica riesgos que amenazan el crecimiento económico.

les de 2014, y el propósito de mantener en su cartera los más de dos billones de dólares en bonos del Tesoro americano e hipotecarios que ha ido adquiriendo a lo largo de los últimos cuatro años. Sin embargo, la Fed se declara predispuesta a la introducción de nuevas medidas extraordinarias (sin dar pistas sobre su contenido) si, contra su previsión central, se produjera una recaída de la economía. De hecho, en la última reunión del comité aumentó el número de miembros que han apreciado un aumento de los riesgos que podrían comprometer la continuidad del proceso de recuperación económica. Los dos más destacados son la amenaza que supone el repunte de las tensiones de crédito en la eurozona, y la posibilidad de que se pro-

duzca una contracción fiscal abrupta en Estados Unidos. Precisamente al hilo de esta cuestión, el presidente de la Reserva Federal, Ben Bernanke, ha instado a los responsables políticos a que adopten las medidas de consolidación fiscal teniendo en cuenta los efectos de las mismas sobre la capacidad de gasto e inversión del sector privado. En su opinión, un exceso de austeridad podría suponer un duro golpe al potencial de expansión de las familias y las empresas y, por lo tanto, de la economía en su conjunto.

En el ámbito de la eurozona, las actuaciones y las declaraciones de los representantes del Banco Central Europeo (BCE) también son estudiadas exhaustivamente en

El BCE no anuncia si volverá a comprar deuda soberana de la periferia.

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									
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	1,00	0,71	1,31	0,25	0,47	0,20	0,50	1,01	0,54
Mayo (1)	1,00	0,68	1,26	0,25	0,47	0,20	0,50	1,00	0,43

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.

los mercados financieros. En este caso, la relevancia de las medidas tiene una doble función: impulsar el crecimiento de la eurozona y aliviar las tensiones en los mercados de crédito soberano. En la última reunión periódica del BCE, el Consejo de Gobierno de la entidad decidió mantener el tipo de interés rector en el 1%. La estabilización de los indicadores de actividad, aunque a niveles bajos, y el equilibrio de las expectativas inflacionistas a largo plazo son los principales argumentos que avalan esta decisión, según el análisis que la acompañó. De igual manera, Mario Draghi, presidente de la entidad, hizo referencia al buen comportamiento de los mercados financieros tras la implementación de las medidas de carácter extraordinario acordadas hasta el momento (principalmente las dos LTRO a tres años), circunstancia por la cual se desestimaba el uso de nuevos estímulos monetarios. La reacción de los inversores a este mensaje continuista reflejó cierta decepción, en particular por la ausencia de pistas sobre la actuación del BCE como comprador de deuda pública de la periferia europea (en concreto de España,) dados los recientes repuntes de las primas de riesgo.

No obstante, posiblemente el elemento más relevante de las últimas semanas en materia de política monetaria en la eurozona ha estado protagonizado por el Bundesbank. El presidente del banco central alemán, Jens Weidmann, manifestó que la entidad consideraría apropiado que la inflación de su economía se situara por encima del promedio de la eurozona, como medida para contribuir a la corrección de los desequilibrios de competitividad entre Alemania y los países del sur europeo. Igualmente, el ministro de finanzas alemán, Wolfgang Schäuble, respaldó dicho planteamiento, concretando que un rango entre el 2% y el 3% de inflación para Alemania sería deseable, y confirmó la existencia de margen para el aumento de los salarios en el país. Esta flexibilización de la

postura de Alemania sobre la inflación supone, de confirmarse, un ingrediente muy poderoso en la fórmula que conduzca al proceso de estabilización económica y financiera de la región.

En cuanto a los países emergentes, la expectativa que generan las actuaciones de sus bancos centrales es de menor intensidad que la que se aprecia en los países desarrollados. El rumbo de las políticas monetarias hace ya meses que es hacia el relajamiento, y en mayo ha seguido su curso. La respuesta de las autoridades monetarias a la desaceleración de la actividad en sus economías está siendo acometida con orden y previsión. Con esta pauta, se está encarando el objetivo deseado de *soft landing* de las tasas de crecimiento, así como de mayor control de la inflación. La instrumentación descansa simultáneamente en recortes de los tipos de interés y en medidas cuantitativas, que varían según el país. La última reseña de esta clase de actuaciones ha sido la tercera bajada consecutiva del coeficiente de reservas obligatorias de los bancos llevada a cabo por la autoridad monetaria china. La dinámica económica del gigante asiático ha suscitado inquietud en las últimas semanas, dado que los datos de coyuntura han sorprendido a la baja y hay quien teme una desaceleración brusca. Estos temores parecen exagerados, dado que esta debilidad tiene más bien un carácter transitorio ligado al cambio de patrón de desarrollo, desde la demanda externa a la interna.

En este escenario, los mercados interbancarios en Estados Unidos y en la eurozona han estado regidos por la estabilidad. En el caso europeo, a pesar de las turbulencias políticas en Grecia y el aumento de los temores sobre el sistema bancario español, la ingente liquidez aportada por el BCE con las subastas a tres años ha seguido facilitando el descenso de los tipos de interés euríbor. En cualquier caso, esta circunstancia no es en sí misma señal de un

El Bundesbank flexibiliza su postura ante la inflación.

Los bancos centrales de los países emergentes siguen relajando la política monetaria.

Los tipos de interés interbancarios muestran una gran estabilidad.

La deuda soberana de España recibe un castigo muy duro.

mercado normalizado. Por el contrario, todavía persisten muestras de disfuncionalidad, tales como el elevado uso que hacen los bancos de la facilidad de depósito en el BCE, o las abultadas primas de riesgo que se exigen en las operaciones con entidades de la periferia. Previsiblemente, estos obstáculos se reducirán a medida que se resuelvan favorablemente las distintas pruebas de solvencia y valoración que se están realizando a las entidades financieras de los países en dificultades.

Mismas tensiones, nuevos mínimos de la deuda de Alemania y Estados Unidos

A lo largo del mes de mayo, a las dudas sobre la capacidad de España de cumplir con los objetivos de reducción de déficit que ya afloraron en abril, se sumaron dos hechos que avivaron aún más las tensiones financieras. Por una parte, la convocatoria de nuevas elecciones en Grecia (para el 17 de junio), dada la incapacidad de los

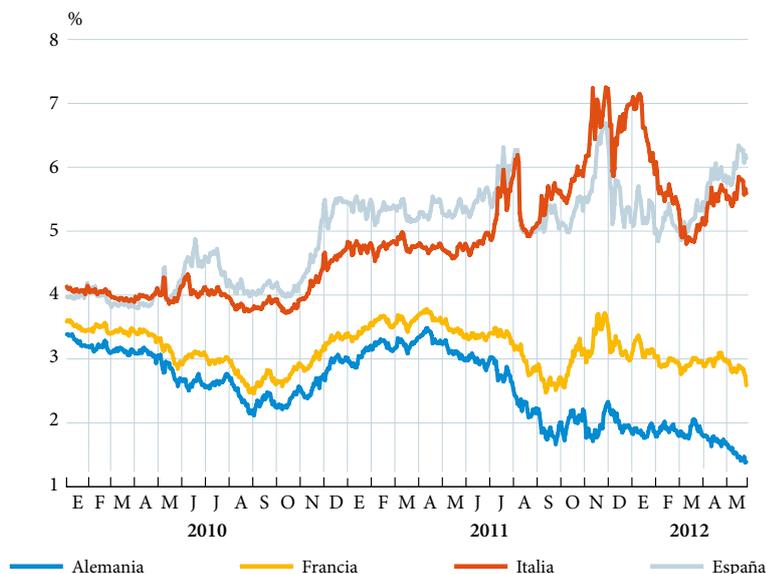
líderes políticos para formar un Gobierno de coalición tras los comicios de principios de mayo. Los sondeos muestran un mapa electoral complejo que no permite descartar escenarios extremos. Por otra parte, los inversores tuvieron que interpretar la reforma financiera que anunció el Gobierno de España. Si bien se abordan cuestiones importantes relacionadas con el nivel de solvencia de las entidades, lo cierto es que se abre una ventana de incertidumbre asociada a los resultados que presentarán los dos evaluadores externos y, si fuera el caso, cómo afrontaría el Gobierno las necesidades de recapitalización del sistema bancario. En este contexto, los inversores volvieron a castigar la deuda de menor calidad crediticia, para refugiarse en bonos emitidos por Alemania y Estados Unidos, primando la seguridad sobre el rendimiento.

El aumento de las tensiones políticas y financieras afectó muy negativamente la evolución de las rentabilidades de la deuda soberana de la periferia europea. Así, la

Los inversores diferencian a Francia de los periféricos.

ESPAÑA E ITALIA CONTINÚAN BAJO PRESIÓN

Rentabilidad de la deuda pública a 10 años



FUENTE: Bloomberg.

yield del bono de España a 10 años rompió la barrera del 6% y su diferencial con Alemania alcanzó los 490 puntos básicos, nivel máximo desde 1995. La deuda de Italia también registró un comportamiento negativo, aunque se mantuvo lejos de los máximos alcanzados meses atrás.

A pesar de la difícil situación, el BCE todavía no ha intervenido, ni ha manifestado la intención de hacerlo, en el mercado secundario comprando deuda de España e Italia para contener este repunte de las rentabilidades. En cualquier caso, las emisiones de deuda en el mercado primario han aportado una visión menos dramática, ya que los respectivos Tesoros han sido capaces de colocar títulos a diferentes plazos, registrando una buena demanda a los tipos de interés más elevados que han debido aceptar.

Es interesante destacar el comportamiento favorable de la deuda soberana de Fran-

cia, cuya rentabilidad a 10 años cayó desde niveles cercanos al 3,0% hasta el 2,75%. Al contrario de lo sucedido en noviembre, esta vez los inversores diferenciaron positivamente la deuda francesa. Es decir, la comunidad inversora considera que el riesgo asumido con la deuda de Francia está más próximo al de Alemania que al de los periféricos. En cualquier caso, la renta fija soberana de Alemania se vio beneficiada, un mes más, por un fuerte efecto de búsqueda de seguridad, que propició que la rentabilidad a 10 años cayera hasta el nivel del 1,41%, mínimo histórico.

Al otro lado del Atlántico, los bonos soberanos de Estados Unidos han mostrado un comportamiento similar al de la deuda germana. La estadounidense, además de estar respaldada por unas expectativas económicas relativamente mejores a las de la eurozona, cuenta con el apoyo de una política monetaria muy laxa. Esto, unido a la seguridad que brinda un país con muy ele-

Los tipos de la deuda de Alemania y Estados Unidos en niveles mínimos.

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								
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	1,66	2,96	5,77	5,51	1,91	0,90	2,11	0,72
Mayo (*)	1,44	2,77	6,13	5,64	1,75	0,87	1,82	0,64

NOTA: (*) Día 23.

FUENTE: Bloomberg.

El euro se resiente de la crisis de la deuda soberana, económica e institucional.

vada calificación y las expectativas de que la Reserva Federal podría implementar, si es preciso, una nueva ronda de expansión cuantitativa, ha hecho que los inversores presionaran a la baja las rentabilidades de la deuda de Estados Unidos, desde el 1,95% hasta niveles en torno al 1,70% en el plazo a 10 años.

El euro cede posiciones

La amenaza sobre el conjunto de la eurozona suscitada por el incierto futuro político de Grecia, la acentuación de los riesgos en los mercados de deuda de la eurozona y las débiles perspectivas de crecimiento de la región están presionando a la baja al euro. Durante el mes de mayo, su tipo de cambio ha descendido un 5% con respecto al dólar, situando la relación de intercambio entre ambas monedas en 1,25 dólares por euro. Las presiones bajistas sobre la mo-

neda única también han sido notables respecto a divisas como la libra esterlina, el yen japonés, la corona danesa o el franco suizo. Algunos de estos países han reaccionado con medidas destinadas a frenar la apreciación de sus divisas, en un signo de los efectos de desestabilización y distorsión que se deriva de la crisis de la eurozona. El temor a escenarios extremos de ruptura o de recesión prolongada empuja a muchos inversores internacionales a reducir sus posiciones denominadas en euros, aparentemente en un proceso un tanto precipitado y que no sería razonable que fuera mucho más allá de lo ya observado, al menos a medio plazo.

Las divisas de países emergentes también se han visto afectadas por las repercusiones de la crisis europea, al exacerbar la aversión al riesgo y entorpecer los flujos de financiación. Además, las sorpresas negativas en los datos de coyuntura de diversas

Las divisas emergentes también se muestran débiles.

TIPOS DE CAMBIO DE LAS PRINCIPALES MONEDAS

23-05-12

	Tipo de cambio	% variación (*)		
		Mensual	s/diciembre 2011	Anual
Frente al dólar de EEUU				
Yen japonés	79,4	-2,3	3,1	-3,3
Libra esterlina	0,637	-2,7	1,0	-2,7
Franco suizo	0,953	4,1	1,6	7,3
Dólar canadiense	1,026	3,4	0,5	4,7
Peso mexicano	13,975	5,7	0,3	16,0
Frente al euro				
Dólar de EEUU	1,260	4,2	2,8	10,3
Yen japonés	100,0	-6,8	0,4	-15,2
Franco suizo	1,201	-0,1	-1,3	-3,4
Libra esterlina	0,803	-1,6	-3,8	-8,6
Corona sueca	9,049	1,8	1,4	1,2
Corona danesa	7,432	-0,1	0,0	-0,3
Zloty polaco	4,371	3,8	-2,2	9,7
Corona checa	25,53	2,0	-0,2	3,8
Forint húngaro	302,8	1,4	-4,0	10,7

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

FUENTE: Bloomberg.

economías emergentes han pesado en la misma dirección. De hecho, las monedas de estos países se han mostrado particularmente débiles, registrando una fuerte depreciación frente al dólar y moderada respecto al euro. La decisión de las autoridades chinas no ya de frenar la senda de revalorización frente al dólar, sino de revertirla parcialmente, ha contribuido a este proceso, que rememora la «guerra de divisas» con personajes cambiados.

La actividad emisora se ralentiza en los mercados de renta fija corporativa

El empeoramiento del clima en la periferia europea ha calado en los mercados de deuda privada. Si durante los meses anteriores destacaba la excelente capacidad de resistencia de este mercado a las adversidades de la crisis de la eurozona (desde el punto de vista de las emisiones y la afluencia de los flujos de capitales), en mayo el contagio ha alcanzado plenamente el ánimo de los inversores y los emisores de bonos corpo-

rativos. Adicionalmente, durante las últimas semanas este sentimiento se ha visto alimentado por el deterioro generalizado de las expectativas macroeconómicas a nivel mundial.

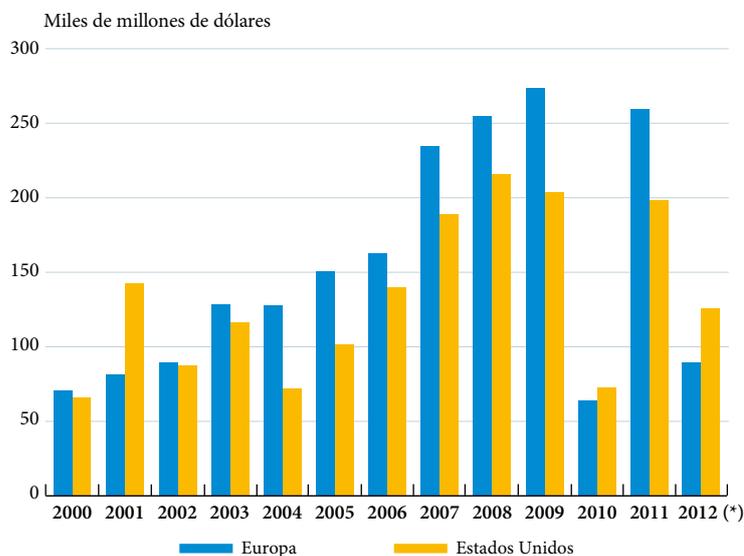
La repercusión de estos factores sobre la evolución de la renta fija, lógicamente, difiere según las áreas geográficas y los sectores. En concreto, el sector que está siendo más afectado por la coyuntura actual es el sector bancario. El resultado de la suma de las dificultades crediticias derivadas de la crisis europea, el endurecimiento regulatorio del sector, y el consiguiente proceso de desapalancamiento de las entidades, se ha reflejado en la ralentización de las emisiones de estos bonos a nivel global. En los cuatro primeros meses del año, el volumen total de las mismas ha sido el más bajo desde 2005. En el caso de la eurozona, este proceso se ha acentuado después de las dos subastas de liquidez a tres años del BCE. Muchas de las entidades europeas han visto cubiertas, en un alto porcentaje, sus necesidades de financia-

La incertidumbre global cala en la renta fija corporativa.

El volumen de emisiones de bonos corporativos se desacelera.

EMISIONES DE BONOS CORPORATIVOS EN EUROPA Y ESTADOS UNIDOS

Datos desde el 1 hasta el 31 de mayo



NOTA: (*) Desde el 1 al 24 de mayo de 2012.

FUENTE: Bloomberg.

La deuda privada de elevada calidad norteamericana aguanta.

ción para este año, reduciendo así su dependencia de los *covered bonds*. Parte de estos efectos también se han trasladado al mercado norteamericano. La reciente rebaja de la calidad crediticia de la banca de la periferia de la eurozona (España e Italia) se ha traducido en el encarecimiento de las primas de riesgo en la negociación con los bancos europeos.

Los bonos de empresas no financieras en Europa también han sufrido un notable deterioro, afectados por el empeoramiento de las condiciones macroeconómicas de la región y el aumento de la aversión al riesgo. En Estados Unidos el comportamiento no ha sido tan negativo, al menos en el segmento de bonos de elevada calidad (*investment grade*). En parte esto obedece al efecto arrastre ejercido por la deuda soberana norteamericana, que como se ha señalado anteriormente ha actuado de activo refugio, un papel que en cierta medida también juegan las compañías grandes y con balances saneados de ese país.

Los descensos del Ibex 35 se deben a múltiples factores de índole financiera y real.

La incertidumbre castiga a las bolsas

Un mes más, los principales índices bursátiles internacionales se han teñido de rojo. La inestabilidad financiera reinante en la eurozona, con epicentro en Grecia y réplica en España, y la moderación de los datos de actividad a nivel global han sido razones poderosas para fulminar el apetito por el riesgo de los inversores. En el transcurso de los dos últimos meses, la mayoría de los índices han visto desaparecer gran parte de las ganancias que habían acumulado desde principios de año, con excepciones destacadas como el S&P 500. En la eurozona, la caída de los índices de mayor capitalización bursátil supera el 5% desde enero, aunque es el selectivo español el que lidera los descensos. La cotización de la renta variable española está en el punto de mira de los inversores, tanto instituciona-

La mejora de las ganancias empresariales en Estados Unidos da soporte a los índices.

les como particulares. Al incierto futuro de Grecia, se unen el deterioro de la confianza sobre la capacidad de la economía española para cumplir con los objetivos fiscales impuestos por Bruselas y sobre el nivel de solvencia del sector bancario nacional. En referencia a esta cuestión, el Gobierno aprobó un nuevo real decreto por el cual exige a la banca un aumento de las provisiones sobre su exposición al sector inmobiliario, así como la valoración de los activos totales del sector por dos expertos independientes. Si bien estas medidas responden a los requerimientos que los mercados financieros estaban haciendo sobre la transparencia de los balances bancarios, se teme que puedan tener un fuerte impacto sobre los beneficios y el capital de muchas entidades del sector. Estos acontecimientos coincidieron con la intervención del Gobierno en el grupo BFA-Bankia, presionando aún más a la baja al Ibex, que ha vuelto a los niveles que ya tenía en 1997.

En el escenario bursátil internacional, además de la consideración del aumento de los riesgos del contagio de la crisis europea, los inversores han tenido en cuenta otros elementos. En el caso de Estados Unidos, la relativa fortaleza de los resultados empresariales durante el primer trimestre de 2012, y la continuidad de las proyecciones favorables de beneficios de los analistas, han ejercido de factor positivo compensatorio, al menos parcialmente. Otro hecho destacable que está proporcionando un cierto grado de soporte a estos índices es la participación activa de los fondos de inversión, guiados por estrategias basadas en la rentabilidad por dividendo de los valores. En el terreno de los países emergentes, aunque en el último mes se han producido correcciones a la baja en los principales índices, la coyuntura de flexibilización monetaria imperante en la mayoría de estas economías supone un apoyo a las expectativas de revalorización a medio plazo.

ÍNDICES DE LAS PRINCIPALES BOLSAS MUNDIALES

23-05-2012

	Índice (*)	% variación mensual	% variación acumulada	% variación anual
Nueva York				
<i>Dow Jones</i>	12.389,8	-4,2	1,4	0,1
<i>Standard & Poor's</i>	1.308,5	-4,3	4,0	-0,7
<i>Nasdaq</i>	2.814,8	-5,2	8,0	2,0
Tokio	8.556,6	-10,3	1,2	-9,6
Londres	5.305,8	-6,3	-4,8	-9,1
Zona del euro				
<i>Fráncfort</i>	6.322,2	-3,1	7,2	-11,2
<i>París</i>	3.019,4	-2,5	-4,4	-22,7
<i>Ámsterdam</i>	290,4	-3,6	-7,1	-15,2
<i>Milán</i>	13.055,0	-5,7	-13,5	-36,4
<i>Madrid</i>	6.499,3	-5,1	-24,1	-35,5
Zúrich	5.846,8	-4,4	-1,5	-9,2
Hong Kong	18.786,2	-8,9	1,9	-17,3
Buenos Aires	2.239,2	-3,1	-9,1	-32,6
São Paulo	54.646,3	-11,2	-3,7	-12,3

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.

Seguros para un mundo ligeramente irracional

El negocio de los seguros es importante. No puede ser de otra manera, ya que nos permite protegernos contra las elevadas pérdidas asociadas a eventos que, aunque infrecuentes, no podemos descartar de nuestro horizonte vital. Dicha importancia tiene, lógicamente, su traslación monetaria: en 2010, las primas de seguros representaron el equivalente al 7% del PIB mundial, con mayor importancia en regiones como Europa, Norteamérica y Japón. Dada esta relevancia social y económica, no es sorprendente que los seguros se hayan visto acompañados de una vasta actividad regulatoria. En esta tesitura, cabe esperar que todo lo relacionado con el sector esté amparado por la mejor teoría económica disponible. ¿Es esta realmente la situación? Desafortunadamente, tenemos que anticipar una respuesta negativa.

A fin de ordenar un tanto una temática amplia, planteemos dos preguntas fundamentales que cualquier teoría tiene que poder responder: ¿por qué existen los seguros? y ¿por qué existe una regulación sobre seguros? La teoría económica tradicional nos proporciona una respuesta a ambas cuestiones que nos sirve como punto de partida. Los seguros existen porque tienen valor para los individuos. Dicho valor deriva del hecho de que son un instrumento que permite trasladar el dinero de los momentos en que no es muy necesario a otros en los que puede serlo en elevada medida. La alternativa, el ahorro individual, es menos eficiente, ya que reserva dinero para necesidades

EL NEGOCIO DE LOS SEGUROS EN 2010: DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA

Primas de seguros, en porcentaje del PIB

América	6,71
Norteamérica	7,90
América Latina	2,68
Europa	7,47
Europa occidental	8,44
Europa central y oriental	2,62
Asia	6,16
Japón y nuevas economías industrializadas	10,64
Asia oriental	3,66
Oriente Medio y Asia central	1,51
África	3,86
Oceanía	5,82
Mundial	6,89

FUENTES: Swiss Re, Sigma Report, El seguro mundial en 2010.

que quizás en el futuro no se produzcan.⁽¹⁾ Hasta aquí, la cuestión parece simple, pero si tomamos en cuenta la existencia de problemas de información el tema se complica.

En cualquier relación contractual entre el asegurado y el asegurador, la información disponible para las partes es claramente asimétrica. A la compañía de seguros le cuesta disponer de información sobre el asegurado y monitorizar su comportamiento tras la firma del contrato de seguro. Es probable que aquellos que busquen asegurarse tiendan a tomar más riesgos que el promedio de la población y que, una vez asegurados, se muestren menos cuidadosos que aquellos no cubiertos por el seguro. Se trata, respectivamente, de lo que se conocen como problemas de selección adversa y de riesgo moral.

Los problemas de información, por supuesto, no están circunscritos al ámbito de las compañías de seguros. Los tomadores de los seguros también deben afrontar un notable desconocimiento sobre aspectos como la solvencia de las aseguradoras y los términos específicos de sus contratos. En definitiva, el gran riesgo para el tomador es saber si, llegado el momento de necesitarlo, podría no disponer del dinero comprometido (bien porque la compañía hubiese quebrado, bien porque cláusulas por él desconocidas implicasen que no procede el pago).

Estos problemas de información son la justificación habitual de la regulación. La regulación trata de reducir los problemas de información que el mercado por sí mismo no puede eliminar. Así, mientras que los problemas de información que afrontan las compañías tienden a ser combatidos de forma razonablemente eficiente en el ámbito privado (por ejemplo, mediante políticas corporativas de excepciones o de sobreprecio de determinados colectivos más susceptibles de tomar riesgos excesivos), los que afectan a los consumidores suelen exigir una regulación pública. Se trata, en definitiva, de facilitar que la información «privada» de las compañías se haga pública (o de

(1) En términos académicos, los consumidores contratamos seguros porque somos aversos al riesgo y porque, frente a pérdidas contingentes, el seguro es un instrumento más eficiente que el ahorro como forma de igualar la utilidad marginal del consumo a lo largo del tiempo.

reducir el esfuerzo del consumidor para disponer de ella).⁽²⁾ La regulación que rige en la mayor parte de los países tiene como objetivo garantizar la solvencia de las aseguradoras y una calidad determinada de los contratos y de su cumplimiento. Algunos de los instrumentos más habituales son la exigencia de uso de contratos estandarizados, los requisitos de entrada en el sector, las limitaciones a la fijación de precios y las normas de solvencia (habitualmente en forma de requisitos de capital y otras exigencias financieras).

Todas estas prácticas serían suficientes siempre que los consumidores, la pieza angular que el regulador trata de proteger, se comportasen con la racionalidad que la teoría espera. Sabemos que esto no es así. En el negocio de los seguros, como en otros mercados, las anomalías son frecuentes. Cuando se esperaría una elevada demanda de seguros frente a accidentes catastróficos (precisamente, el tipo de pérdida elevada, pero infrecuente, que mejor justifica un seguro), la realidad es que se da una infrademandada de este tipo de productos. Por ejemplo, en Nueva Orleans solo el 40% de los hogares tenía alguna forma de seguro frente a inundaciones, situación que se demostró nefasta tras el huracán Katrina. En cambio, otras modalidades que menos racionalidad presentan se acostumbran a contratar por encima de su demanda óptima teórica. Así, se suelen citar los seguros con franquicias demasiado reducidas o las extensiones de garantías de ciertos productos de consumo duradero.

Estas anomalías se deben fundamentalmente a dos categorías de limitaciones que los consumidores padecemos. En primer lugar, los consumidores sufrimos de una serie de sesgos que afectan a cómo se percibe el valor del seguro, bien minusvalorando el mismo (produciéndose una demanda inferior a la óptima), bien valorándolo en demasía (generando entonces una sobredemanda del seguro). El primero de estos casos se produce por dos sesgos detectados en la literatura: lo que se llama un descuento excesivo (o preferencia irracionalmente elevada por el dinero presente frente al futuro) y lo que se denomina el sesgo del optimismo excesivo (la creencia infundada de que los eventos negativos no le sucederán a uno). Por lo que se refiere a la sobrevaloración del valor del seguro, se han detectado otros sesgos que la provocan, como, por ejemplo, los basados en la superstición (la creencia de que si se asegura frente a un accidente, este no se va a producir), en el seguimiento de las decisiones de otros («efecto rebaño») y en el excesivo apego emocional al objeto o la persona (que se sobreasegura).

Junto a las dificultades para percibir el justo valor del seguro, un segundo grupo de limitaciones deriva de las dificultades cognitivas en la toma de decisiones bajo situaciones de riesgo e incertidumbre. Junto a las clásicas regularidades conductistas habitualmente mencionadas en distintas transacciones,⁽³⁾ en materia de seguros se han destacado como especialmente relevantes la aversión a tener en cuenta determinados eventos (incluyendo la muerte y otros tabús estigmatizados) o la aversión a la complejidad. En términos generales, el resultado de estas limitaciones a la capacidad de procesar información es que sobreabundan las decisiones de no tomar el seguro.

En definitiva, en el mundo ligeramente irracional (o con mayor precisión, imperfectamente racional) al que aludíamos en el título, la regulación tiende a defender a la sociedad de la excesiva presencia de información privada que rodea las transacciones de seguros. En cambio, proteger al consumidor de todo este conjunto de sesgos que acabamos de mencionar está lejos de ser habitual. Una de las dificultades es que, como nos recuerdan Baker y Siegelman, dos autores centrales en el debate, aunque se puedan detectar los «errores» del consumidor, una regulación adecuada dista de ser fácil.⁽⁴⁾ La dificultad se explica porque en la economía conductista (*behavioral econo-*

(2) Con todo, cabe recordar que en ciertas ocasiones estas prácticas privadas acaban dejando totalmente fuera del mercado a algunos colectivos. A fin de evitar esta situación de imposibilidad de contratar un seguro, en determinadas circunstancias la regulación obliga a las aseguradoras a asegurar a dichos colectivos.

(3) La referencia clásica es Kahneman, D. y A. Tversky (1979), «Prospect theory: An analysis of decision under risk», *Econometrica*, vol. 47, pp. 263-291.

(4) Véase Baker, T. y P. Siegelman (2011), «Law and Economics after the Behavioral Turn: Learning from Insurance», Flom Petrie Health Policy Workshop.

mics) el vínculo entre comportamiento y bienestar (en el sentido económico habitual) es débil. Por ejemplo, y recordando uno de los sesgos antes presentados, ¿cómo podría una regulación protegerme del hecho de que obtengo satisfacción (o reducción de ansiedad) por ser supersticioso?

Aunque se ha empezado a explorar la cuestión académicamente para ciertas formas de seguros, en general las que se infrademandan o sobredemandan, más fáciles de ser tratadas, los resultados distan mucho de ser concluyentes. Por citar un ejemplo, en 2003 en el Reino Unido se estudió el caso de las garantías adicionales de productos electrónicos. Se concluyó que efectivamente se demandaban en mayor medida de lo que era racionalmente deseable y se propuso un aumento de la competencia en el sector (el informe era de la Comisión para la Reforma de la Competencia). La propuesta «conductista» que en algunos foros académicos se postuló era proteger de sí mismo al consumidor, excesivamente emocional respecto al objeto asegurado, mediante la prohibición de ofrecer estas extensiones de garantías. Como se ve, una solución poco satisfactoria. Confiemos en que, a medida que avance la economía conductista, se esté en condiciones de ayudar a este mundo de consumidores imperfectamente racionales que todos somos.

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

Actividad económica

La confianza y la credibilidad

«La confianza en sí mismo es el primer secreto del éxito». La cita, de Ralph W. Emerson, poeta y pensador estadounidense, obliga a plantearse si España y Europa creen realmente en sí mismas, y la una en la otra. Hasta el momento, la eurozona ha sido incapaz de solucionar un problema que afecta al 2% de su economía, Grecia, y de utilizar todos los mecanismos a su alcance, incluido el uso del Banco Central Europeo (BCE), para disipar las dudas sobre el resto de Estados miembros. España, por su parte, tras promulgar la cuarta reforma financiera en menos de tres años, solicitó consultores externos para evaluar las necesidades de capital de la banca y revisó al alza el défi-

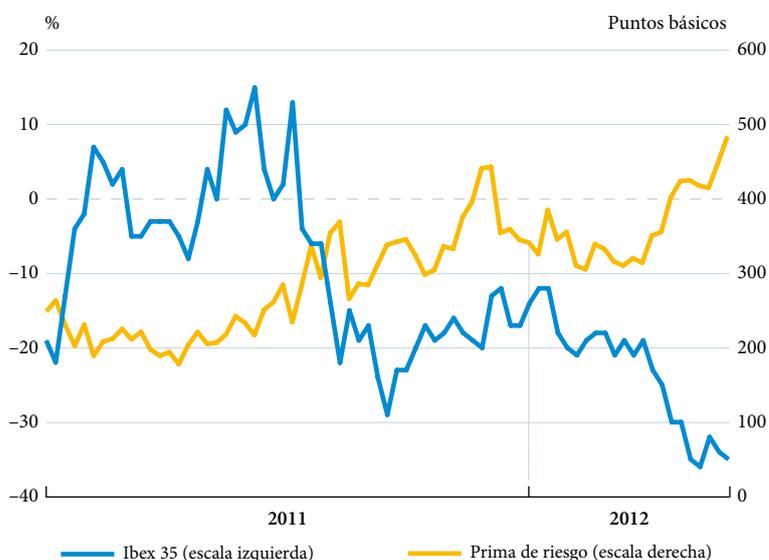
cit público de 2011. Ambos hechos provocaron que la confianza en las cuentas públicas y en el sistema financiero español cotizase a la baja.

La nacionalización de la cuarta mayor entidad financiera del país, una semana después de ver aprobado su plan financiero por el Banco de España, erosionó la credibilidad del supervisor bancario y aceleró la promulgación de un nuevo decreto financiero. Los nuevos requisitos de capital mantienen las provisiones de los activos problemáticos y aumentan la cobertura genérica para los sanos. Sin embargo, la reforma no recuperó la confianza de los inversores. La prima de riesgo se elevó hasta cotas cercanas a los 500 puntos básicos (lo que obliga al Estado a financiarse

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

LAS TURBULENCIAS FINANCIERAS CASTIGAN TANTO AL SECTOR PÚBLICO COMO AL PRIVADO

Tasa de variación interanual del Ibx 35 (eje izquierdo). Diferencial de rentabilidad entre el bono español y alemán a 10 años (eje derecho)



FUENTES: Bloomberg, Reuters Datastream y elaboración propia.

La nueva reforma financiera no solventa las dudas de los inversores.

a tipos cada vez más costosos) y en siete días el Ibex 35 cayó un 7,2%.

Una semana después de la reforma financiera, el Gobierno aprobó los presupuestos de las autonomías, a excepción de Asturias, cuyo plazo fue prorrogado, para asegurar la consolidación fiscal fijada para 2012. Sin embargo, la revisión de 4 décimas al alza del déficit de 2011, a causa de las desviaciones de Madrid, Valencia y, en menor medida, Castilla y León, implica que se tendrá que hacer un esfuerzo extra para pasar del déficit actual del 8,9% al 5,3% prometido. Si bien es cierto que los ajustes son más difíciles de conseguir en un entorno de recesión (el déficit se calcula como ratio sobre el producto interior bruto), los planes de ajuste ya contemplan el escenario de recesión.

La confianza es clave para el crecimiento. Una economía creíble genera confianza en sus compromisos de pago y logra financiarse a tipos de interés menores (prima de riesgo más baja). Esta financiación menos costosa se transmite al resto del sistema y, en condiciones normales, permite que fluya mejor el crédito. El crédito impulsa el consumo y la inversión, y, en definitiva, el producto interior bruto (PIB).

Sin embargo, la desconfianza en el sistema financiero impide que los bancos se presen entre ellos y aumentan los costes de financiación; la desconfianza en las cuentas públicas aumenta la prima de riesgo, y el crédito restante no acaba de fluir por el aumento de los requisitos a la banca. Paralelamente a este proceso, se realizan planes de ajuste que cercenan el gasto público. Si el consumo, la inversión y el gasto público disminuyen, solo el sector exterior puede evitar la caída del PIB. Pero, dado que nuestros socios comerciales también experimentan, en mayor o menor medida, este proceso de desconfianza y ajuste fiscal, la contribución de la demanda externa es menor a la de trimestres precedentes.

El desglose de la contabilidad nacional confirma lo anteriormente expuesto y revela que el retroceso del PIB en el primer trimestre del año fue del 0,4% interanual. La caída de la actividad en el primer trimestre del año se debió a la contracción de la demanda nacional, la cual aportó -3,2 puntos porcentuales al crecimiento, cifra tres décimas más negativa que en el trimestre anterior. Por el otro lado, la demanda externa se mostró como el único motor de crecimiento, ya que sumó 2,8 puntos al PIB. Sin embargo, el sector exterior muestra síntomas de desaceleración y disminuye su aportación cuatro décimas respecto al trimestre anterior.

La contribución más negativa de la demanda nacional es consecuencia exclusiva de la aceleración de la contracción de la inversión, ya que el gasto en consumo final se mantiene invariado respecto al trimestre anterior. Esto se debe a que los hogares compensaron la caída de consumo público. En términos interanuales, el consumo de los hogares disminuyó un 0,6%, ritmo menor al del trimestre anterior. La causa se encuentra principalmente en la merma de la confianza y la pérdida de poder adquisitivo. Respecto al primer punto, la confianza de los consumidores empeoró en el primer trimestre del año y se encuentra 11 puntos alejada de su promedio histórico y 5 puntos peor que el año pasado. El último dato, correspondiente al mes de abril, apenas mejora respecto al mes precedente.

Por el otro lado, la remuneración por asalariado aumentó un 0,9% interanual, mientras que la inflación se incrementó el 2,0% en el mismo periodo. Esto dio lugar a que la mayoría de hogares vieran reducido su potencial de consumo. Además, en el último año se destruyeron 655.500 puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo, lo que facilitó la disminución de la remuneración del conjunto de los asalariados. El lado positivo es que el coste laboral unita-

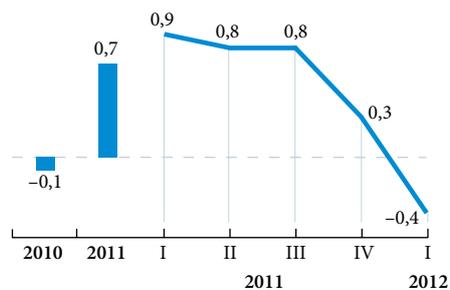
El Gobierno revisa 4 décimas al alza el déficit de 2011, hasta el 8,9%.

La caída de la inversión empeora la contribución de la demanda nacional.

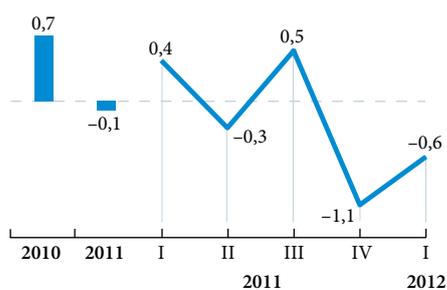
EVOLUCIÓN DEL PIB DE ESPAÑA POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual (*)

PIB



Consumo de los hogares



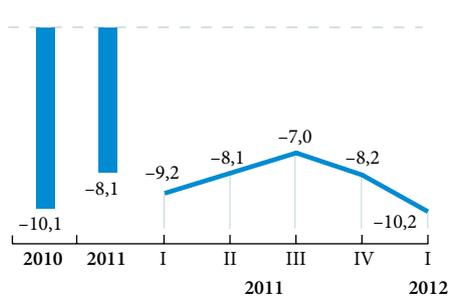
Consumo público



Inversión en bienes de equipo



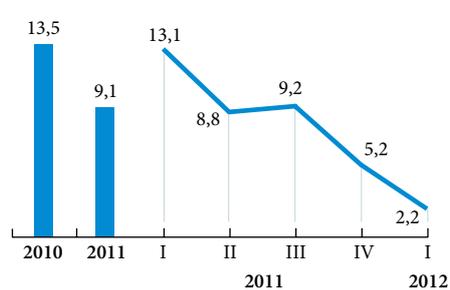
Inversión en construcción



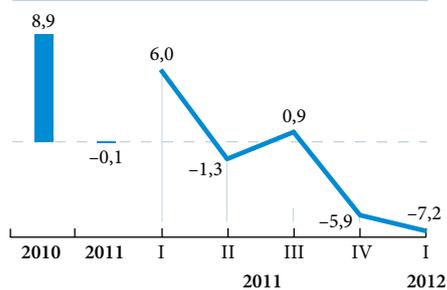
Demanda nacional (**)



Exportaciones de bienes y servicios



Importaciones de bienes y servicios



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

(**) Contribución al crecimiento del PIB.

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

INDICADORES DE DEMANDA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2010	2011	2011				2012	
			I	II	III	IV	I	Abril
Consumo								
Producción de bienes de consumo (*)	0,8	-1,0	-1,5	-0,8	0,7	-2,2	-3,7	...
Importación de bienes de consumo (**)	-9,5	-2,2	-1,1	-8,7	1,2	0,4	...	...
Matriculaciones de automóviles	3,1	-17,7	-27,3	-26,4	-0,7	-5,5	-1,9	-21,7
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	-24,6	-28,6
Inversión								
Producción de bienes de equipo (*)	-3,3	0,8	3,0	2,5	2,6	-4,8	-10,2	...
Importación de bienes de equipo (**)	6,5	-3,1	2,3	-4,9	-1,5	-7,2	...	...
Matriculación de vehículos industriales	7,0	-6,6	-2,2	-11,2	5,8	-15,1	-19,1	-25,1
Comercio exterior (**)								
Importaciones no energéticas	10,3	1,0	7,4	-0,7	0,8	-3,1	...	...
Exportaciones	15,6	10,1	16,0	9,0	10,9	5,4	...	...

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

(**) En volumen.

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

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

El sector exterior emite signos de menor dinamismo.

rio disminuye a un ritmo del -2,5% interanual y la productividad por trabajador aumenta (aunque sea porque se destruye ocupación a mayor ritmo que disminuye el PIB).

En el último año, los planes de austeridad redujeron el gasto de las administraciones públicas un 5,2%. A tenor de los presupuestos de 2012 y el plan de estabilidad enunciado por el Gobierno, esta tendencia empeorará a lo largo del año y se mantendrá en cotas negativas hasta 2015.

Sin embargo, la faceta de la demanda más afectada por la crisis es la inversión, la cual lleva en tasas negativas cuatro años. En el primer trimestre de 2012 disminuyó un 8,2% interanual, impulsada por la caída de los activos materiales y la inversión en construcción. La inversión es clave para estimular el crecimiento futuro, pero, de momento, se contrae a ritmos mayores que el

trimestre anterior. Las tensiones en el sector financiero y la falta de inversión pública y expectativas a corto plazo impiden que sea de otra manera. En abril, el empeoramiento del indicador de confianza en la industria parece confirmar que esta tendencia se mantendrá en el próximo trimestre.

Por último, el sector exterior comenzó a emitir signos de menor dinamismo. Las exportaciones se contrajeron respecto a diciembre y la tasa de variación interanual disminuyó 3 puntos hasta el 2,2%. La desaceleración europea se tradujo en una menor demanda, sobre todo de servicios, y una actividad turística más moderada. Por su parte, las importaciones disminuyeron un 7,2%, dato coherente con el menor nivel de actividad, pero reducen su ritmo de caída.

El plan de estabilidad del Gobierno reconoce que las reformas tendrán efecto a

medio plazo. Así que, a corto plazo, Europa es la única que puede facilitar el proceso de reconversión de la economía española. Las propuestas oscilan desde una renegociación del calendario de ajuste fiscal, la movilización de fondos europeos para fomentar la inversión o la habilitación de

mecanismos que reduzcan el coste de la deuda (papel más activo del Banco Central Europeo o algún tipo de mutualización de deuda como los eurobonos). Cualesquiera que sean las iniciativas tomadas, Europa debe demostrar que cree en sí misma y, por tanto, en España.

Europa puede facilitar la reconversión de la economía española.

Mercado de trabajo

Los parados aumentan hasta los 5.639.500 y la tasa de paro hasta el 24,4%.

¿Hasta dónde? ¿Hasta cuándo?

Algunas de las preguntas más frecuentes en los últimos meses tratan de averiguar hasta cuándo durará la crisis económica actual y cuáles serán las consecuencias en la economía real. Esta cuestión, aplicada al mercado de trabajo, se manifiesta en la demanda de conocer cuándo se empezará a crear empleo, cuánto se habrá destruido hasta entonces y cómo será el mercado laboral de mañana. La encuesta de población activa (EPA) del primer trimestre otorga una visión de la coyuntura laboral actual, mientras que el programa de estabilidad presentado recientemente por el Gobierno permite afinar las respuestas sobre el futuro.

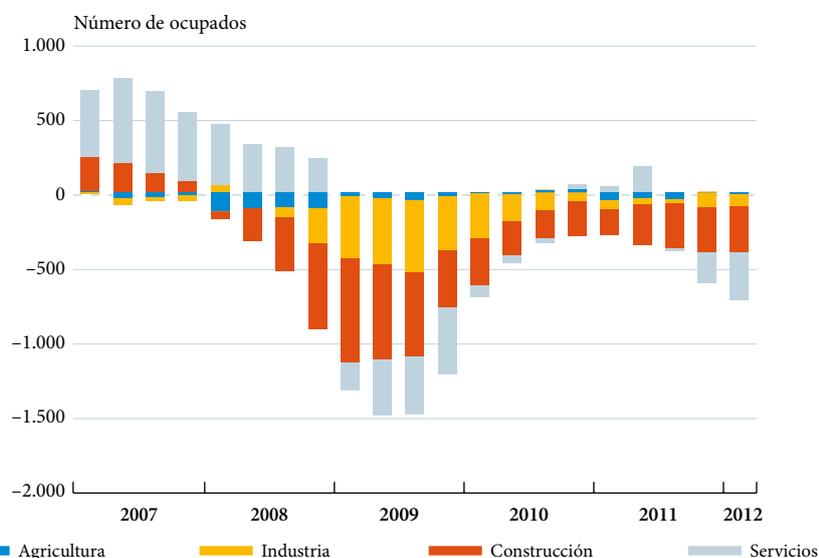
El número de personas que quieren trabajar pero no lo consiguen aumentó en

365.900 en el primer trimestre del año, por lo que el número total de parados alcanza los 5.639.500. Esta cifra es un 6,9% superior a la del trimestre anterior, pero un 14,5% mayor a la experimentada en el primer trimestre de 2011. Dado que la población activa se mantuvo prácticamente constante en los primeros tres meses del año, la tasa de paro se situó en el 24,4%, 1,6 puntos más que a finales de diciembre. El registro histórico más alto, correspondiente a principios de 1994, se encuentra a apenas 11 décimas de distancia.

El deterioro de la economía real se manifestó en la contracción intertrimestral del 0,3% del producto interior bruto (PIB) y provocó la pérdida de 223.300 ocupados durante ese mismo periodo, según los datos de contabilidad nacional. Si se utilizan

LOS SERVICIOS Y LA CONSTRUCCIÓN SUMAN EL 88% DE LA DESTRUCCIÓN DE OCUPACIÓN

Contribución a la creación neta de empleo en el último año



FUENTES: EPA y elaboración propia.

EMPLEO ESTIMADO

Primer trimestre 2012

	Ocupados (miles)	Variación trimestral		Variación acumulada		Variación anual		% participación
		Absoluta	%	Absoluta	%	Absoluta	%	
Por sectores								
Agricultura	776,2	-32,2	-4,0	-32,2	-4,0	-7,0	-0,9	4,5
No agrarios	16.657,0	-342,1	-2,0	-342,1	-2,0	-711,5	-4,1	95,5
<i>Industria</i>	2.459,3	-67,0	-2,7	-67,0	-2,7	-81,5	-3,2	14,1
<i>Construcción</i>	1.186,7	-90,2	-7,1	-90,2	-7,1	-307,3	-20,6	6,8
<i>Servicios</i>	13.011,0	-184,9	-1,4	-184,9	-1,4	-322,7	-2,4	74,6
Por empleadores								
Sector privado	14.329,1	-342,3	-2,3	-342,3	-2,3	-636,7	-4,3	82,2
Sector público	3.104,1	-32,0	-1,0	-32,0	-1,0	-81,8	-2,6	17,8
Por situación profesional								
Asalariados	14.411,2	-418,0	-2,8	-418,0	-2,8	-709,6	-4,7	82,7
<i>Contrato indefinido</i>	10.986,4	-138,3	-1,2	-138,3	-1,2	-388,4	-3,4	63,0
<i>Contrato temporal</i>	3.424,8	-279,6	-7,5	-279,6	-7,5	-321,2	-8,6	19,6
No asalariados	3.014,9	46,2	1,6	46,2	1,6	-9,9	-0,3	17,3
<i>Empresarios empleadores</i>	909,9	6,3	0,7	6,3	0,7	-64,5	-6,6	5,2
<i>Empresarios no empleadores</i>	1.976,8	41,6	2,1	41,6	2,1	80,1	4,2	11,3
<i>Ayudas familiares</i>	128,2	-1,7	-1,3	-1,7	-1,3	-25,5	-16,6	0,7
Otros	7,1	-2,5	-26,0	-2,5	-26,0	1,0	16,4	0,0
Por tiempo de ocupación								
A tiempo completo	14.927,2	-421,8	-2,7	-421,8	-2,7	-658,1	-4,2	85,6
A tiempo parcial	2.506,0	47,5	1,9	47,5	1,9	-60,4	-2,4	14,4
Por sexos								
Varones	9.527,3	-278,3	-2,8	-278,3	-2,8	-531,7	-5,3	54,7
Mujeres	7.905,9	-96,0	-1,2	-96,0	-1,2	-186,8	-2,3	45,3
TOTAL	17.433,2	-374,3	-2,1	-374,3	-2,1	-718,5	-4,0	100,0

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

las estimaciones de la EPA, más de la mitad de la pérdida de la ocupación del último año tuvo lugar entre enero y marzo de 2012. La estacionalidad jugó un papel clave, ya que en el primer trimestre se destruye empleo incluso en años de bonanza, y acentuó las consecuencias de la mala coyuntura económica. Así, la estimación del número de ocupados se situó en 17.433.200 personas.

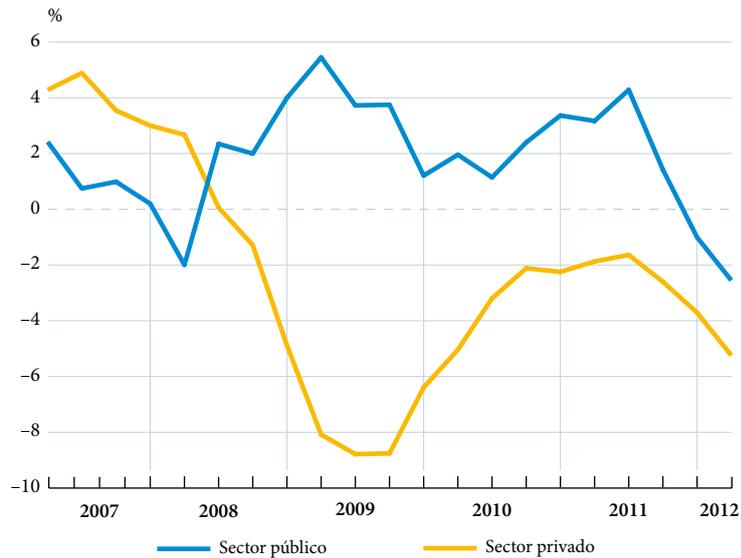
Si realizamos el análisis por sectores, en el último trimestre, la caída de los ocupados en el sector servicios supuso casi la mitad

de la pérdida total de ocupación. Sin embargo, dado que en este sector trabaja el 75% de la población, fue precisamente servicios la actividad económica donde menos se destruyó empleo con una pérdida del 1,4%. Por el contrario, la ocupación en la construcción aceleró su ritmo de caída hasta el 7,1% intertrimestral y acumula en el último año una pérdida del 20,6%. El peso de la construcción en nuestro mercado laboral es ahora la mitad que en 2007, cuando alcanzó su máximo. La fuerte reducción de la inversión en construcción en el primer trimestre, 10,2% interanual, uni-

Los servicios pierden el 1,4% de sus ocupados, frente al 7,1% de la construcción.

AUMENTA EL RITMO DE DESTRUCCIÓN DE EMPLEO PÚBLICO

Número de asalariados. Tasa de variación interanual



FUENTES: EPA y elaboración propia.

El sector privado contabiliza el 92% de la reducción de asalariados.

da al recorte del 34,6% del presupuesto del Ministerio de Fomento previsto para este año, auguran que esta tendencia se mantendrá en el futuro.

El sector privado sigue siendo el principal responsable de la caída del número de asalariados, ya que contabiliza el 92% de su disminución. Sin embargo, los ajustes presupuestarios comienzan a tener efecto y el número de empleados públicos se reduce por segundo trimestre consecutivo y a mayor ritmo, 3% interanual. Hasta el momento todo el ajuste de empleo público se ha realizado sobre los asalariados temporales, cuyo número descendió un 8% respecto al trimestre anterior y un 10% sobre el primer trimestre de 2011. Los asalariados públicos de carácter temporal representan el 22% de empleo público y suman un total de 690.000 personas.

El número de personas que buscan empleo por primera vez aumenta un 22% interanual.

El hecho de que actualmente se produzca destrucción neta de ocupación no significa que no se cree ningún puesto de trabajo, sino que en España se destruyen más puestos de trabajo de los que se crean. De

hecho, en el primer trimestre del año 845.100 personas encontraron empleo, un 11% menos que a comienzos de 2009, peor momento de la crisis cuando la economía caía un 1,6% respecto al trimestre anterior. Sin embargo, el poco empleo que se crea es en su mayoría no cualificado, con una alta presencia del comercio al por mayor y al por menor (15% del empleo creado en el primer trimestre), la agricultura (12%) y, sorprendentemente, la construcción (12%).

El número de contratos registrados en el Servicio Público de Empleo, un 6% menos en abril respecto al mismo mes del año pasado, también evidencia las importantes restricciones de acceso al empleo. En el último año, el número de parados que declaran buscar empleo por primera vez ha crecido un 22%, y son los jóvenes de 20 a 24 años los más afectados por la búsqueda infructuosa de empleo. Desde el primer trimestre de 2010, los primerizos en búsqueda de empleo han crecido un 41%, el doble que el número de parados excluyendo este colectivo, y es res-

PARO ESTIMADO

Primer trimestre 2012

	Parados	Variación trimestral		Variación anual		% participación	Tasa de paro
		Absoluta	%	Absoluta	%		% sobre población activa
Por sexos							
Hombres	3.023,8	183,7	6,5	388,8	14,8	53,6	24,1
Mujeres	2.615,7	182,1	7,5	340,5	15,0	46,4	24,9
Por edades							
Menores de 25 años	921,8	37,6	4,3	54,6	6,3	16,3	52,0
Resto	4.717,7	328,3	7,5	674,7	16,7	83,7	22,1
Por situación personal							
Paro de larga duración	2.822,5	184,5	7,0	535,8	23,4	50,0	–
Buscan primer empleo	456,0	12,8	2,9	82,2	22,0	8,1	–
Resto	2.361,0	168,6	7,7	111,3	4,9	41,9	–
TOTAL	5.639,5	365,9	6,9	729,3	14,9	100,0	24,4

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

ponsable del 15% del paro creado en estos dos últimos años.

Ante el exiguo acceso al empleo, la población activa parece haber iniciado el camino hacia el emprendimiento. En el primer trimestre del año, el número de empresarios y autónomos aumentó en 46.300 personas y se mantiene prácticamente invariable respecto al trimestre anterior. Si se mantuviese esta tendencia, a pesar de la escasez de crédito y la debilidad de la demanda, el emprendimiento podría aliviar, en cierta medida, el importante deterioro laboral esperado para este año.

Paralelamente al proceso de destrucción de ocupación, la remuneración por asalariados aumentó en el primer trimestre un 0,9% interanual. Dado que la inflación correspondiente a ese mismo periodo se situó en el 2,0%, los hogares cumplen dos años perdiendo poder adquisitivo vía salarios. De esta manera, los costes laborales unitarios mantuvieron constante su reducción interanual en el 2,5%.

Con el objetivo de recuperar competitividad a través de los salarios, el plan de estabi-

lidad elaborado por el Gobierno prevé que la remuneración por asalariado crezca un 0,2% en 2012 y disminuya un 0,4% en 2013, ambas cifras por debajo de su propia previsión de inflación. El ajuste salarial, además de una pérdida de poder adquisitivo, tiene como objetivo una reducción de los costes laborales unitarios del 1,7% en 2012 y del 1,0% en 2013. Sin embargo, la contención salarial no es óbice para que el Gobierno pronostique que en 2012 se destruirá un 3,7% de la ocupación a tiempo completo, que en 2013 continuará este proceso y para 2014 se comenzará a crear empleo.

La tasa de paro que alcance la economía durante los próximos años dependerá en buena medida de la evolución de la población activa. El número de parados crecerá, además de por la caída de la ocupación, según el número de personas que empiecen a buscar empleo por primera vez y aquellas que desistan (tasa de actividad), así como por la emigración de activos. De acuerdo a nuestras previsiones, el deterioro económico elevará la tasa de paro por encima del 25% en 2013 y el número de parados se aproximará a los 6 millones de desempleados.

Los costes laborales se seguirán reduciendo en el futuro.

Precios

La inflación aumenta dos décimas y se sitúa en el 2,1%.

El alza se debe a la intervención en los precios del gas, la electricidad y el tabaco.

Repunte espurio de la inflación

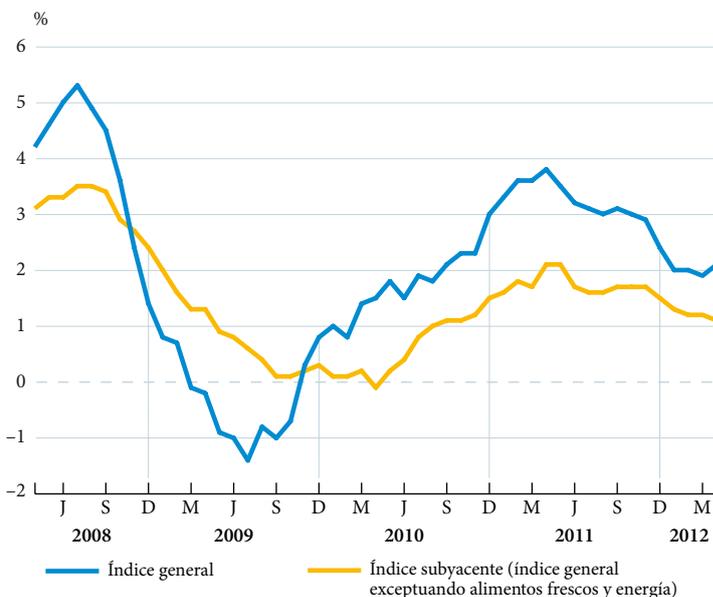
Inflación es el término más frecuentemente utilizado para hacer referencia a la variación del índice de precios al consumo (IPC), el cual se forma a partir de la evolución del nivel de precios de los bienes y servicios de consumo adquiridos por los hogares residentes en España. La fluctuación de los precios se realiza normalmente respecto al mes anterior o respecto al mismo mes del año precedente y está muy correlacionada con el pulso de la actividad económica. Sin embargo, el repunte de la inflación en el mes de abril no está asociada con un repunte de la actividad, sino, como anticipamos el mes anterior, con la intervención del Gobier-

no en los precios de la electricidad, el gas y el tabaco.

Después de siete meses consecutivos de caída, la tasa de variación interanual del IPC aumentó dos décimas en abril respecto al mes anterior y se situó en el 2,1%. Un incremento de esta magnitud no se experimentaba desde hace justo un año, cuando el crecimiento intertrimestral de la economía era del 0,2%. Por el contrario, en el primer trimestre de este año la economía cayó un 0,3% respecto al trimestre anterior y las previsiones del consenso de economistas auguran una contracción mayor en el segundo trimestre. Así que los principales responsables de este repunte se hallan en la variación interanual del 9,4% del

LA INFLACIÓN GENERAL REPUNTA, PERO LA SUBYACENTE SIGUE SU SENDA DESCENDENTE

Variación interanual del IPC



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística (INE).

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO POR GRUPOS DE COMPONENTES

Abril

	Índices (*)	% variación mensual		% variación s/diciembre anterior		% variación anual	
		2011	2012	2011	2012	2011	2012
Por clases de gasto							
Alimentos y bebidas no alcohólicas	101,8	0,3	0,2	0,6	0,7	2,2	2,3
Bebidas alcohólicas y tabaco	105,6	-0,1	2,9	2,5	3,4	14,7	5,1
Vestido y calzado	104,5	9,6	9,9	-4,1	-4,0	0,4	0,4
Vivienda	104,4	0,7	2,2	4,3	3,2	8,0	4,7
Menaje	100,7	0,5	0,4	0,0	-0,3	1,2	0,9
Medicina	97,6	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-1,3	-2,9
Transporte	105,7	1,0	0,6	4,9	4,9	9,3	4,8
Comunicaciones	96,8	0,2	-0,4	0,1	-2,3	0,3	-3,9
Ocio y cultura	100,9	1,5	1,0	0,6	-0,5	0,6	0,3
Enseñanza	102,1	0,0	0,0	0,0	0,1	2,2	2,9
Hoteles, cafés y restaurantes	100,9	0,6	0,7	1,1	0,9	1,9	1,0
Otros	101,8	0,2	0,2	1,8	1,1	3,2	1,9
Agrupaciones							
Alimentos con elaboración	102,6	0,4	0,6	1,4	1,2	4,5	2,9
Alimentos sin elaboración	101,7	-0,1	0,6	-0,5	0,9	2,4	2,1
Conjunto no alimentario	102,5	1,5	1,6	1,5	1,1	3,8	1,9
Bienes industriales	104,0	2,5	2,8	1,9	1,6	5,4	2,7
<i>Productos energéticos</i>	110,2	1,7	2,9	10,2	8,7	17,7	8,9
<i>Carburantes y combustibles</i>	110,8	2,3	1,1	10,9	9,0	18,7	8,7
<i>Bienes industriales sin productos energéticos</i>	101,3	2,9	2,7	-1,2	-1,3	0,9	0,1
Servicios	101,1	0,5	0,5	1,2	0,6	2,2	1,1
Inflación subyacente (**)	101,5	1,3	1,2	0,4	0,0	2,1	1,1
ÍNDICE GENERAL	102,5	1,2	1,4	1,4	1,1	3,8	2,1

NOTAS: (*) Base 2006 = 100.

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

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

precio de la electricidad, del 8,5% del gas y del 6,5% del tabaco.

Respecto a la electricidad, el incremento del 7% de la tarifa de último recurso (TUR) de los consumidores domésticos, del 4,1% para las pequeñas y medianas empresas, del 2,8% para la mediana industria y del 0,9% para la gran industria se tradujo, en conjunción con la adopción de otras medidas relativas a la distribución, capacidad y transporte de las empresas del sector, en un incremento mensual del 8,1% de su

precio. En la última década solo se había experimentado un incremento de semejante magnitud en abril del año pasado. Adicionalmente, el Gobierno incrementó la tarifa reguladora del gas en un 5%, lo que conllevó un aumento de su tasa de variación mensual del 1,0%.

Por otra parte, la modificación de los impuestos especiales aplicables sobre las labores al tabaco se trasladó a un aumento mensual de su precio del orden del 3,9%. Si a estas tres partidas le sumamos la contri-

La inflación mensual alcanza el 1,4% y es la más alta de los últimos 6 años.

La inflación subyacente disminuye una décima y se sitúa en el 1,1%.

bución del vestido y del calzado, cuya inflación mensual se explica por el comienzo de la nueva temporada de primavera, encontramos los principales causantes de que la tasa de variación intermensual del IPC en abril alcance el 1,4% y sea la más alta en los últimos 6 años.

Si excluimos del análisis los elementos más volátiles, alimentos frescos y energía, la inflación subyacente muestra una variación interanual del 1,1% en abril, una décima menos que en el mes anterior. La debilidad del consumo de los hogares, que se redujo un 0,6% interanual en el primer trimestre, mantendrá en niveles muy contenidos la variación del núcleo de la inflación.

Dada la naturaleza puntual de la subida experimentada en abril, la contención de la inflación en los próximos meses será definida en gran parte por la evolución del precio del petróleo. De hecho, en abril la partida de transporte fue la que más presionó a la baja la tasa anual del IPC, ya que engloba los precios de los automóviles, que disminuyeron un 0,2% respecto al mes an-

terior, y los carburantes y lubricantes, que aumentaron en menor medida que en el mismo mes del año pasado.

Aunque en las dos primeras semanas de mayo el precio del petróleo de calidad Brent en dólares redujo su precio un 5,8%, su precio en euros solo cayó un 3,5% debido a la depreciación del tipo de cambio euro/dólar. En la medida en que el euro siga perdiendo valor respecto a su homólogo estadounidense, los hogares españoles serán menos capaces de aprovechar la reducción del precio del petróleo y la inflación de los carburantes y lubricantes, actualmente en el 8,5% interanual, se moderará en menor medida.

En cuanto al análisis de la competitividad de la economía española, el diferencial de inflación respecto a la eurozona se redujo en abril tres décimas. En principio, esto significaría que nuestra estructura de costes, que se transmite vía precios al mercado, mejora, respecto a nuestro principal socio comercial, a menor ritmo que en el mes de marzo.

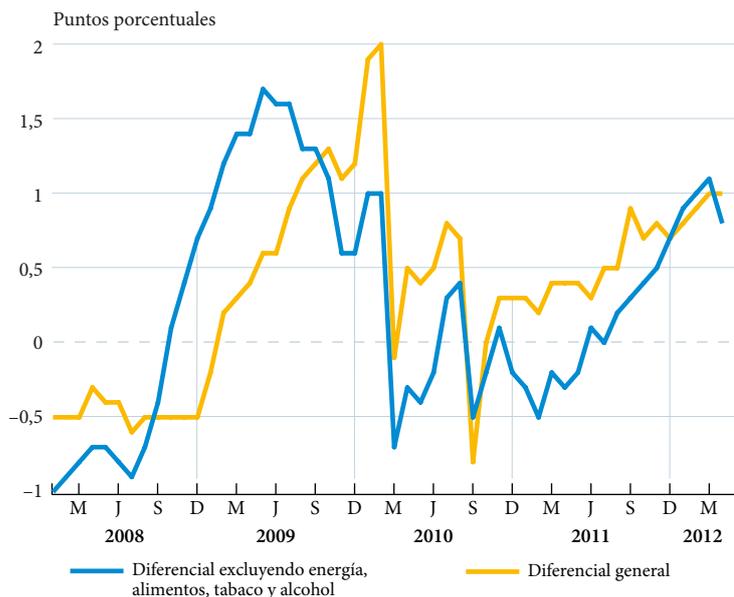
ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO

	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	1,4	1,1	2,1
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.

ESPAÑA MANTIENE SU GANANCIA DE COMPETITIVIDAD EN EUROPA

Diferencial de inflación entre la eurozona y España



FUENTE: Eurostat.

Sin embargo, al realizar el mismo análisis y excluir de la cesta de bienes la energía (donde se encuentra la electricidad y el gas), los alimentos, el tabaco y el alcohol (las dos últimas partidas sujetas a muy disparas cargas impositivas en los distintos países europeos), el diferencial se mantiene constante en el 1,0%. En el gráfico anterior se puede observar cómo al excluir estos elementos la economía española sigue ganando competitividad respecto a Europa al mismo ritmo del mes anterior.

Al margen de subidas puntuales de inflación, el empeoramiento de la coyuntura económica estabilizará la inflación en torno al 2,0% en 2012 y, en la medida en que no se produzca una recuperación fulgurante, el incremento anual de los precios se situará en torno al 1,4% para el conjunto de 2013. La lectura positiva es que durante los dos próximos años la economía española continuará recuperando competitividad, clave para mejorar el sector exterior y mejorar las bases del crecimiento futuro.

La economía seguirá recuperando competitividad en los próximos años.

Sector exterior

La contribución de la demanda externa al crecimiento del PIB se reduce en el primer trimestre de 2012.

Las exportaciones de servicios disminuyen intensamente.

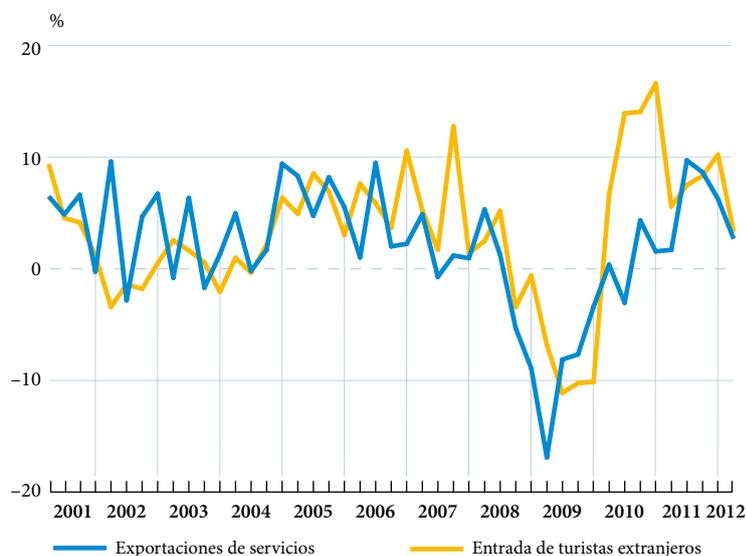
La demanda externa pierde fuelle

Los datos de contabilidad nacional del primer trimestre confirmaron los signos de ralentización de la demanda externa avanzados por los indicadores de más alta frecuencia. La contribución del sector exterior al crecimiento trimestral del producto interior bruto (PIB) se redujo drásticamente en este periodo. La contracción de las exportaciones explica esta menor aportación del que ha sido el principal motor de la economía durante los últimos dos años. Pero en un escenario de débil demanda interna a medio plazo, la evolución del componente exterior será crucial para determinar el ritmo de recuperación de la economía, así como la senda de corrección del desequilibrio corriente.

En efecto, la ralentización de la economía de nuestros principales socios comerciales debilitó la evolución de las exportaciones, que se redujeron un 0,9% intertrimestral en los primeros tres meses de 2012. Pero, a diferencia de lo ocurrido un trimestre atrás, dicha caída respondió, exclusivamente, al deterioro del componente de servicios. Concretamente, se redujo un 5,0% intertrimestral, tras dos años de incrementos continuados. Como muestra el gráfico siguiente, la desaceleración de la entrada de turistas extranjeros en España explica, en gran medida, esta caída. En este sentido, el dato de abril, con un 1,7% de llegadas menos que el mismo mes de 2011, no permite anticipar un rebote de las exportaciones de servicios a corto plazo.

EL MENOR PULSO DEL TURISMO DEBILITA LAS EXPORTACIONES DE SERVICIOS EN EL PRIMER TRIMESTRE DE 2012

Variación interanual de los datos trimestrales



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

Esperamos que este menor dinamismo de las exportaciones venga de la mano de nuevas caídas de las importaciones, motivadas por la debilidad de la demanda interna. Como consecuencia, la contribución del sector exterior al crecimiento de la economía mantendrá el signo positivo durante los próximos meses, aunque en niveles relativamente reducidos. Este fue el caso del primer trimestre de 2012, cuando la contracción de las importaciones, del 1,3% intertrimestral, situó en 2 décimas la aportación de la demanda exterior al PIB. Una cifra que se sitúa lejos de la contribución de 1,4 puntos porcentuales del trimestre anterior.

En este contexto de reducción de los flujos comerciales, observamos nuevos avances en el proceso de corrección del desequili-

brio exterior entre enero y marzo. Los datos acumulados de los últimos cuatro trimestres muestran una mejora del déficit por cuenta corriente de 3 décimas, hasta el 3,6% del PIB. Un nivel que no se alcanzaba desde el año 2000 y que representa una contracción de 7,1 puntos porcentuales respecto el máximo alcanzado en 2008. El elevado ajuste del saldo de la balanza de bienes, y más concretamente el de los no energéticos, explica la mayor parte de esta corrección.

Según los datos del departamento de Aduanas, la corrección del saldo de bienes no energéticos se mantuvo como principal fuente de ajuste del déficit corriente en el primer trimestre de 2012. Destaca el nuevo aumento del superávit comercial con el resto de países de la Unión Europea, que

**El déficit corriente
baja 3 décimas hasta
el 3,6% del PIB en marzo.**

COMERCIO EXTERIOR

Enero - marzo 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	16.109	16,7	24,7	3.712	32,5	6,8	-12.397	23,0
Bienes de consumo	14.693	-1,3	22,6	18.108	0,4	33,3	3.416	123,2
<i>Alimenticios</i>	3.663	-0,6	5,6	7.348	9,1	13,5	3.685	200,6
<i>No alimenticios</i>	11.030	-1,6	16,9	10.761	-4,8	19,8	-270	97,6
Bienes de capital	3.783	-11,5	5,8	4.324	-6,8	7,9	541	114,3
Bienes intermedios no energéticos	30.520	-6,2	46,9	28.300	3,8	52,0	-2.220	92,7
Por áreas geográficas								
Unión Europea	32.707	-6,1	50,2	35.526	0,8	65,3	2.819	108,6
<i>Zona del euro</i>	26.449	-6,9	40,6	28.333	-1,1	52,0	1.884	107,1
Otros países	32.398	5,6	49,8	18.920	8,2	34,7	-13.478	58,4
<i>Rusia</i>	1.877	-16,3	2,9	683	20,4	1,3	-1.194	36,4
<i>EEUU</i>	2.499	-9,1	3,8	2.033	-0,9	3,7	-465	81,4
<i>Japón</i>	792	-14,1	1,2	485	10,5	0,9	-306	61,3
<i>América Latina</i>	5.752	51,5	8,8	3.157	5,2	5,8	-2.595	54,9
<i>OPEP</i>	8.219	20,0	12,6	2.314	25,9	4,3	-5.905	28,2
<i>Resto</i>	13.260	-6,0	20,4	10.246	6,8	18,8	-3.013	77,3
TOTAL	65.105	-0,6	100,0	54.445	3,2	100,0	-10.659	83,6

FUENTES: Ministerio de Economía y elaboración propia.

El superávit comercial con la Unión Europea alcanza los 6.647 millones de euros en marzo.

La inyección de liquidez del BCE aumenta la financiación a través del Eurosistema.

alcanzó los 6.647 millones de euros en marzo de 2012 en términos acumulados de doce meses.

En clave de futuro, mantenemos nuestra previsión de déficit corriente en el 2,4% del PIB a finales de 2012. Sin embargo, existen dos factores que podrían ralentizar el ritmo de corrección. En primer lugar, un menor dinamismo de las exportaciones de bienes y servicios hacia la zona del euro afectaría al balance comercial. En segundo lugar, el repunte de las tensiones en los mercados de financiación podría mantener la presión al alza sobre el coste de financiación de la deuda exterior española. Como consecuencia, el déficit de la ba-

lanza de rentas, que en 2011 ya aumentó en 7 décimas, seguiría su senda alcista.

De hecho, estas turbulencias han provocado un cambio en la composición de la financiación española. Como se observa en la cuenta financiera, el recurso al eurosistema se convirtió en la principal vía de entrada neta de capitales, al aumentar en 38.839 millones de euros. Este incremento respondió a las elevadas inyecciones de liquidez por parte del Banco Central Europeo al sistema bancario. Este incremento contrasta con las intensas contracciones de las inversiones en cartera y otras inversiones, de 10.954 y 25.009 millones de euros, respectivamente.

BALANZA DE PAGOS

Febrero 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	-6.196	-13,0	-38.778	8.890	-18,7
Servicios					
<i>Turismo</i>	3.206	6,3	30.794	3.563	13,1
<i>Otros servicios</i>	394	-	4.188	3.696	-
Total	3.600	37,6	34.982	7.259	26,2
Rentas	-5.331	49,0	-27.886	-7.111	34,2
Transferencias	-3.686	8,9	-6.228	881	-12,4
Total	-11.612	1,3	-37.910	9.919	-20,7
Cuenta de capital	184	-87,1	4.241	-1.936	-31,3
Balanza financiera					
Inversiones directas	5.072	-	-945	4.583	-82,9
Inversiones de cartera	-10.954	-	-61.294	-122.722	-
Otras inversiones	-25.009	138,7	-59.462	-38.735	186,9
Total	-30.891	-	-121.701	-156.874	-
Errores y omisiones	3.480	12,6	-1.178	-1.888	-
Variación de activos del Banco de España	38.839	-	156.549	150.780	-

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

Sector público

El lento ritmo de ajuste reduce la confianza sobre la deuda pública

Las tensiones en los mercados de deuda soberana europea han aumentado durante el mes de mayo, especialmente en las economías denominadas periféricas. El aumento de los rumores sobre una eventual salida de Grecia de la zona del euro ha jugado un papel destacado. En España, este repunte se ha visto intensificado por las nuevas exigencias de capital a la banca y el recelo, cada vez más generalizado, respecto al cumplimiento de los objetivos del déficit fiscal, especialmente tras la revisión al alza de 4 décimas del déficit final de 2011, hasta el 8,9% del producto interior bruto (PIB). Los datos disponibles del primer trimestre todavía no ofrecen argumentos que permitan oponerse a esta per-

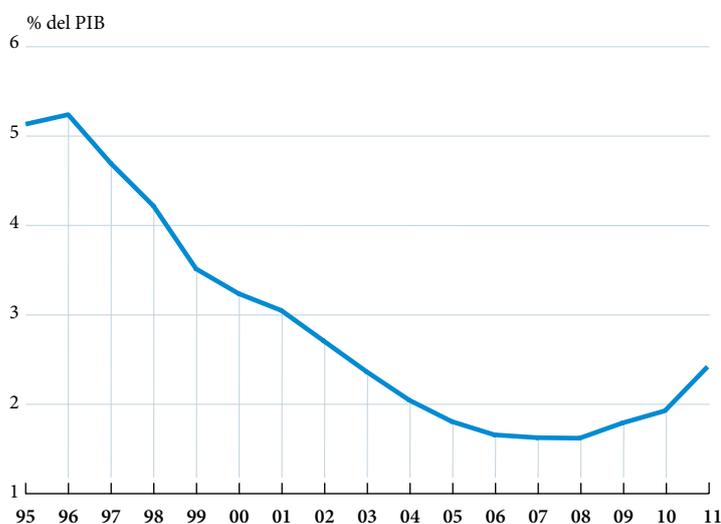
cepción. Es, por lo tanto, necesario que las políticas de consolidación fiscal adoptadas por el Gobierno empiecen a dar sus frutos.

En efecto, la rentabilidad del bono español a 10 años alcanzó el 6,3% en mayo, superando en más de 500 puntos básicos a la de su homólogo alemán, el *bund*. Esta diferencia, una medida de la prima de riesgo, supone un nuevo máximo desde el inicio de las turbulencias financieras. De hecho, durante el último mes, el aumento de la rentabilidad ha sido generalizado entre todos los títulos de deuda pública española, independientemente de su vencimiento. Como consecuencia, los tipos de interés exigidos a las nuevas emisiones de deuda realizadas por el Tesoro han aumentado significativamente.

La prima de riesgo supera los 500 puntos básicos en mayo.

LA CARGA DE LOS INTERESES INTENSIFICA SU SENDA DE CRECIMIENTO

Gasto en el pago de intereses respecto al PIB



FUENTE: Ministerio de Economía.

La carga de los intereses aumenta rápidamente hasta el 2,4% del PIB.

Este mayor coste de financiación, junto al aumento progresivo de la deuda pública, seguirá presionando al alza la carga de los intereses, definida como los intereses pagados por el sector público en relación con el PIB del país. Como muestra el gráfico anterior, el pago de intereses alcanzó su mínimo en 2008, cuando representaba tan solo el 1,6% del PIB. Desde entonces, esta ratio ha mostrado un claro crecimiento, para situarse en el 2,4% en 2011. Las previsiones del Gobierno dan continuidad a esta tendencia y sitúan la carga de los intereses por encima del 3% del PIB durante los próximos años. Este nivel es similar al del conjunto de la zona del euro y significativamente inferior al registrado a mediados de los noventa.

Los esfuerzos para reducir el déficit del Estado se ven neutralizados por la peor coyuntura económica.

Sin embargo, el aumento del gasto por el pago de intereses supone un obstáculo adicional para el cumplimiento de los ambiciosos objetivos de déficit público recogidos en el Programa de Estabilidad 2012-2015. De acuerdo con este, el desequilibrio público será del 5,3% del PIB en 2012, un objetivo que no ha variado a pesar del reciente aumento de 4 décimas del déficit final de 2011, hasta el 8,9% del PIB, debido a la revisión de las cifras de las comunidades autónomas (CC. AA.).

De momento, los esfuerzos para ajustar el déficit del Estado están teniendo un impacto muy limitado. El aumento de los impuestos directos, la reducción de la inversión, del consumo intermedio y de la remuneración han permitido que estas partidas se redujeran en 1.881 millones de euros durante el primer trimestre de 2012. Sin embargo, este ajuste fue totalmente neutralizado por el deterioro del componente cíclico de los flujos presupuestarios. En concreto, el mayor pago de intereses y la menor recaudación de impuestos indirectos, especialmente el impuesto sobre el valor añadido (IVA). Si, además, incluimos los adelantos de las transferencias corrientes hacia las comunidades autónomas

Prevedemos que el déficit público alcance el 6,4% del PIB al final del año.

y la Seguridad Social, el déficit del Estado acumulado en este periodo alcanzó el 1,2% del PIB esperado para 2012. Esta cifra supera en 4 décimas el registro del primer trimestre de 2011.

De forma similar, las cuentas de la Seguridad Social muestran una caída de las cotizaciones sociales de un 1,5% interanual durante el primer trimestre. La evolución de la principal fuente de ingresos del organismo se aleja, por lo tanto, del incremento previsto para el conjunto del año, del 0,9% concretamente, y que es imprescindible para alcanzar el equilibrio presupuestario acordado en el Programa de Estabilidad.

A todo ello debemos añadir la dificultad que entraña la corrección del déficit de las comunidades autónomas de 1,8 puntos porcentuales. Según el Consejo de Política Fiscal y Financiera, las medidas de consolidación contenidas en los Planes Económico-Financieros de las CC. AA., por un total de 18.349 millones de euros, bastarán para la consecución del objetivo de déficit. Sin embargo, existen dudas respecto a la capacidad de lograr dicho ajuste.

En este contexto, revisamos 4 décimas al alza nuestra previsión de déficit público para 2012, hasta el 6,4%, el mismo nivel que fija la Comisión Europea. Sin embargo, este mismo organismo mantiene prácticamente estable el desequilibrio fiscal esperado para 2013, debido a que sus previsiones se realizan en función de las medidas aprobadas por el Gobierno. En este sentido, el Programa de Estabilidad muestra la estrategia fiscal prevista para intentar reducir el déficit hasta el 3% del PIB. Destacan, sobre todo, una nueva reducción de la remuneración de asalariados y del consumo intermedio, de 6 décimas cada partida, y el aumento de la recaudación por impuestos indirectos, por valor de 8 décimas del PIB. Este incremento abriría la puerta a un aumento del tipo impositivo del IVA el próximo año.

Ahorro y financiación

Nueva vuelta de tuerca para la banca española

La confianza es el pilar básico sobre el que descansa el sistema bancario. En el caso español, este soporte se ha deteriorado durante los últimos meses, al mismo ritmo al que aumentaba su dependencia de la financiación del Eurosistema. Sin embargo, fue a principios de mayo, con la intervención pública sobre la cuarta mayor entidad financiera del país, cuando se intensificaron las dudas respecto a la solvencia del sistema bancario. La respuesta del Gobierno fue rápida con el anuncio de una nueva reforma financiera que refuerza el saneamiento de la cartera inmobiliaria del sector. Se trata de la segunda en apenas tres meses. Sin embargo, la acogida de los mercados financieros no ha sido del todo buena. Se presentan, pues, unos meses que marcarán el devenir del sistema financiero español.

Si la reforma del mes de febrero tenía como objetivo elevar el nivel de cobertura de la cartera inmobiliaria problemática, la de mayo exige un aumento de las provisiones genéricas sobre los activos no problemáticos del sector promotor y constructor. En diciembre de 2011 estos activos ascendían hasta los 123.000 millones de euros o, lo que es lo mismo, el 40% del total de crédito a estos sectores. Concretamente, el nuevo real decreto exige que la cobertura media de este crédito no problemático se sitúe alrededor del 30% antes de fin de año, 23 puntos porcentuales por encima del nivel fijado tras la reforma anunciada en febrero. Esta ratio de cobertura cambia en función de la naturaleza de cada activo. En los

préstamos para la adquisición de suelo, o con garantías personales o segundas hipotecas que no son problemáticos se exige una cobertura del 52%. Por lo que respecta a promociones en curso y viviendas terminadas, la cobertura mínima exigida es del 29% y el 14%, respectivamente.

El objetivo de estas nuevas provisiones es preparar al sistema financiero para resistir un escenario extremadamente adverso y así disipar las dudas acerca de su capacidad de resistencia. Por ejemplo, según el Ministerio de Economía, incluso con la migración de tres cuartas partes del crédito promotor y constructor no problemático a problemático, la tasa de cobertura del *stock* final de estos últimos sería del 50%. No se espera que el deterioro de la actividad económica llegue a estas cotas, pero pondrá a prueba al sector financiero. La evolución de la ratio de morosidad del crédito a constructores y promotores no cesó de crecer a lo largo de 2011 hasta alcanzar el 20,9%, 7,9 puntos porcentuales por encima del nivel registrado un año atrás. El aumento de la tasa de morosidad del conjunto de la cartera crediticia está siendo menor, pero no es nada despreciable. En el primer trimestre subió 5 décimas, hasta situarse en el 8,37%.

Según los cálculos del ejecutivo español, la reforma de mayo exige unas provisiones adicionales por valor de 28.000 millones de euros aproximadamente. Una cantidad que debe añadirse a los cerca de 54.000 millones de euros necesarios para satisfacer las medidas adoptadas en febrero y que permitirá situar la cobertura del conjunto de la cartera promotora alrededor del 45%.

El Gobierno aprueba su segunda reforma financiera en apenas tres meses...

...y eleva la cobertura del crédito promotor no problemático hasta el 30%.

El objetivo de la nueva reforma es disipar las dudas acerca de la capacidad de resistencia del sistema financiero.

FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS (1)

Marzo 2012

	Saldo	Variación año actual	Variación 12 meses	% participación
	Millones de euros	Millones de euros	% (2)	
Sector privado	2.114.532	-14.463	-2,1	73,2
Empresas no financieras	1.254.995	-2.984	-1,7	43,5
<i>Préstamos de entidades residentes (3)</i>	829.881	-10.980	-4,8	28,7
<i>Valores distintos de acciones</i>	70.314	5.208	13,0	2,4
<i>Préstamos del exterior</i>	354.800	2.789	3,6	12,3
Hogares (4)	859.538	-11.479	-2,7	29,8
<i>Préstamos para la vivienda (3)</i>	659.870	-6.969	-2,0	22,9
<i>Otros (3)</i>	196.575	-4.548	-5,3	6,8
<i>Préstamos del exterior</i>	3.093	37	4,8	0,1
Administraciones públicas (5)	773.104	38.142	13,7	26,8
TOTAL	2.887.636	23.679	1,5	100,0

NOTAS: (1) Residentes en España.

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

(3) Incluyen préstamos titulizados fuera del balance bancario.

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

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

Los nuevos requerimientos exigen esfuerzos aún mayores.

Sin embargo, en un contexto de estancamiento de los ingresos, los elevados requerimientos de provisiones en solo doce meses significan una vuelta de tuerca más para la cuenta de resultados de las entidades financieras. De hecho, se prevé que no todas serán capaces de cubrir el nuevo saneamiento con los resultados generados a lo largo del ejercicio. Las plusvalías, con la venta de participadas, o el uso del exceso de capital también podrán ser utilizados con este fin. Aquellas entidades que no alcancen aún el nivel de cobertura necesario deberán acudir al mercado para captar capital o recurrir al Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) a través de la emisión de bonos convertibles.

De todas formas, la dificultad de financiación de las entidades españolas a través de los canales tradicionales hace que esta última opción gane fuerza. De hecho, durante los últimos meses, el recurso al Euro-sistema se ha convertido en la principal

fuerza de captación de fondos por parte de la banca europea en general y, en especial, de la española. En efecto, entre septiembre de 2011 y abril de 2012, el préstamo neto del Eurosistema a las entidades de crédito españolas aumentó en 194.236 millones de euros.

En esta coyuntura de tensiones en los mercados de financiación y de debilidad de la economía, el endeudamiento privado mantuvo su ritmo de reducción. Durante los tres primeros meses del año, dicha caída afectó en mayor medida a los hogares, que redujeron sus pasivos financieros en 11.479 millones de euros, frente a la disminución en 2.984 millones de euros de los depósitos de las empresas. La contracción del crédito al sector privado explica, en gran medida, esta evolución. En concreto, en marzo de 2012, el saldo vivo del crédito era un 3,1% inferior al registrado un año atrás. Esta tendencia contrasta con el endeudamiento gradual del sector público

El crédito se reduce un 3,1% interanual en marzo.

durante los últimos años. Así, solo en el primer trimestre, los pasivos consolidados de este último aumentaron en 38.142 millones de euros.

Además del aumento de las provisiones de la cartera sana de crédito promotor, la reforma financiera de mayo presenta dos medidas adicionales de calado. La primera, establece que aquellas entidades que no estén apoyadas por el FROB deberán crear sociedades de gestión de activos a las que traspasarán, una vez realizadas las provisiones pertinentes, sus activos inmobiliarios adjudicados. Esta separación permitirá que, según el ministro de Economía, las entidades crediticias puedan centrarse en la actividad bancaria. El valor con el que estos activos pasarán bajo el paraguas de las sociedades inmobiliarias será el resultante de restar las provisiones a su valor contable. Asimismo, el decreto del Gobierno deja abierta la puerta a que entren inversores privados y no descarta que se establezcan instrumentos de apoyo público si es necesario.

En segundo lugar, se solicitarán dos evaluaciones independientes del riesgo de toda la cartera de activos del sector financiero. Estas valoraciones estarán supervisadas por el Banco Central Europeo y el Banco de España. Su objetivo es zanjar las dudas existentes respecto a los balances de las entidades financieras.

Este ejercicio es similar al realizado en otros países, como Portugal o Irlanda, aunque el resultado, en ambos casos, fue muy distinto. En efecto, mientras que la valoración de la cartera crediticia en el país luso se saldaba con una mínima reclasificación de activos a créditos problemáticos, en Irlanda desembocó en importantes inyecciones de capital público a la banca. Esta divergencia aumenta las dudas respecto a la repercusión de la valoración externa sobre el sistema bancario español, aunque, muy probablemente, se alejará de las duras condiciones exigidas en el caso irlandés.

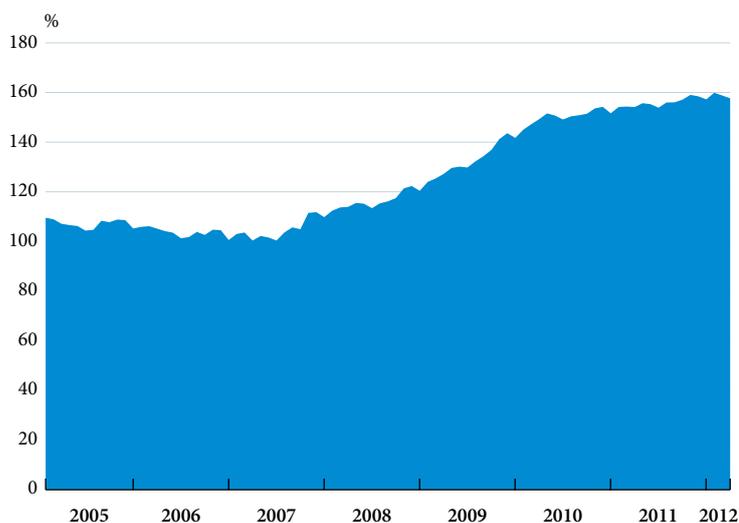
Otra condición planteada a los sectores financieros de estos dos países europeos fue

Las entidades deberán crear sociedades gestoras de los activos inmobiliarios.

La evolución del total de la cartera crediticia puede aumentar las exigencias de capital a la banca española.

EL APALANCAMIENTO DEL SECTOR FINANCIERO SE MANTIENE MUY ELEVADO

Ratio de apalancamiento del sector financiero medida como créditos sobre depósitos



FUENTE: Banco de España.

PASIVOS DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO FRENTE A EMPRESAS Y FAMILIAS

Marzo 2012

	Saldo	Variación año actual		Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%	
A la vista	269.236	-475	-0,2	5.884	2,2	19,7
De ahorro	197.542	-5.407	-2,7	-12.938	-6,1	14,4
A plazo	697.967	230	0,0	-41.537	-5,6	51,0
En moneda extranjera	15.913	-1.806	-10,2	-3.773	-19,2	1,2
Total depósitos	1.180.657	-7.458	-0,6	-52.364	-4,2	86,3
Resto del pasivo (*)	187.106	2.142	1,2	-6.906	-3,6	13,7
TOTAL	1.367.763	-5.316	-0,4	-59.270	-4,2	100,0

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

Los depósitos mantienen su senda decreciente.

el inicio de un proceso de desendeudamiento ordenado. En ambos casos, la ratio de créditos sobre los depósitos del sistema debía descender hasta niveles próximos al 120% en 4 años, partiendo de niveles superiores al 150%. Como se observa en el gráfico anterior, en el caso español esta ratio alcanzaba el 157,5% en marzo de 2012. Por lo tanto, una exigencia similar a nuestra banca intensificaría la reducción del crédito en España, especialmente si tenemos en cuenta la pauta decreciente de los depósitos bancarios durante los últimos meses.

En marzo, los depósitos bancarios de familias y empresas se habían reducido un 4,2% respecto al mismo mes de 2011. Los factores que subyacen en este comportamiento son múltiples. Por un lado, encontramos el descenso del ahorro en un contexto macroeconómico adverso. Por el otro, la mayor competencia con productos que presentan una mayor rentabilidad, como son las letras del Tesoro o los pagarés de las entidades bancarias.

En este sentido, según el Informe de Estabilidad Financiera elaborado por el Ban-

co de España, el saldo vivo de los pagarés emitidos por las entidades financieras se situó por encima de los 50.000 millones de euros en marzo de 2012. Esta cifra representa más del triple del saldo registrado medio año atrás. De hecho, según este informe, la evolución conjunta de depósitos y pagarés muestra una caída mucho más moderada. Sin embargo, los nuevos repuntes de la rentabilidad de la deuda soberana española durante los últimos meses mantendrá la sustitución de depósitos por otros productos a corto plazo.

En definitiva, la nueva reforma financiera de mayo y las evaluaciones externas requerirán nuevos esfuerzos al sector bancario español. Todo ello en un contexto de marcada debilidad macroeconómica que seguirá lastrando las cuentas de resultados de las entidades financieras. El camino hacia la recuperación del sector será exigente, pero debe emprenderse lo antes posible. Solo así se conseguirá restablecer la confianza en el sistema financiero tan necesaria para su buen funcionamiento.

El futuro del sector asegurador español

En los actuales años de dificultades económicas, los niveles de capital, la prudencia en la gestión del riesgo y la productividad del sector asegurador español han dado estabilidad al sistema financiero y han contribuido de forma relevante a la economía española. Como ilustración, en 2011, el sector asegurador mostró su fortaleza a través de un volumen estimado de primas emitidas de seguro directo de 60.592 millones de euros, con un crecimiento del 4,13% respecto a 2010, a pesar del entorno contractivo. Aún con esta fortaleza comercial, el sector también se encuentra en un momento decisivo y de redefinición, con importantes desafíos a los que hacer frente en los próximos años.

ESTRUCTURA DE LA REGULACIÓN DE SOLVENCIA II PARA EL SECTOR SEGUROS

Solvencia II		
Pilar 1	Pilar 2	Pilar 3
Exigencia de recursos propios	Procesos de supervisión	Disciplina de mercado
<ul style="list-style-type: none">• Capital mínimo requerido• Valoración de activos y reservas técnicas• Modelos internos	<ul style="list-style-type: none">• Gobierno corporativo• Control interno• Proceso de revisión del supervisor	<ul style="list-style-type: none">• Transparencia• Provisión de información al supervisor• Información relativa a la competencia• Información pública

FUENTE: Elaboración propia.

La normativa de Solvencia II, equivalente a la de Basilea II para el sistema financiero, junto con la necesaria revisión de los acuerdos de bancaseguros como consecuencia de las numerosas fusiones de cajas, representan dos puntos críticos en la definición del sector asegurador del futuro en España. Además, el freno de la actividad económica y la restricción crediticia, con el deterioro de la deuda soberana de casi todos los países europeos, suponen un reto para la gestión de las inversiones en el sector.

A nivel europeo se está planteando un nuevo marco regulatorio para el sector, conocido como Solvencia II, que aumenta los requerimientos de capital y está generando debate sobre alguno de los criterios adoptados. Solvencia II es una propuesta regulatoria que previsiblemente entrará en vigor en 2014 y que, emulando la regulación del sector financiero, se estructura en tres pilares fundamentales. El primer pilar tiene carácter cuantitativo y establece los requerimientos mínimos de capital para las entidades. Los otros dos pilares son de carácter cualitativo y afectan a la gobernanza (supervisión del sector) y a la disciplina de mercado (transparencia de información).

En términos generales, Solvencia II es una evolución positiva de la regulación en la medida en que modifica las competencias del supervisor para que adquiera una visión dinámica y prospectiva, que le permita anticipar potenciales situaciones de crisis. Además, fomenta una estructura organizativa de las entidades más transparente, con una más adecuada separación de funciones y con canales de comunicación mejorados. En cuanto a la parte cuantitativa de requerimientos de capital, este modelo se basa en el establecimiento de criterios para valorar los activos y pasivos y así determinar los riesgos gestionados por cada entidad y el capital mínimo que se le exige. Según los últimos cálculos realizados con datos individuales de las entidades por parte del Comité de Basilea (QIS5), el impacto para el sector es significativo en este aspecto, ya que a las entidades aseguradoras españolas les aumentarán sus requerimientos de capital en 10.277 millones de euros, hasta los 17.205 millones de euros. Una cantidad

que no supone un quebranto global para el sector, que cuenta con un exceso de solvencia y que, en cambio, debería mejorar la seguridad del sistema.

Sin embargo, a raíz del QIS5 han salido a la luz puntos de desencuentro relacionados con los productos a largo plazo. El debate se centra en el método de valoración elegido para determinar cuál es el valor de activos y pasivos en el balance de las entidades. Y es que Solvencia II propone que sea en base al valor de mercado (*mark-to-market*). Pero en un sector como el asegurador, en el que las carteras se mantienen a largo plazo, esta metodología incrementa la prociclicidad de los requerimientos y puede establecer los incentivos incorrectos.

Por su propia naturaleza, el riesgo asegurador es a largo plazo. Así, desde que un cliente contrata, por ejemplo, un seguro de vida-ahorro hasta que lo rescata, pueden pasar más de 20 años. Por ello, es deber de la aseguradora invertir en activos seguros a largo plazo, que le permitan asegurar que el cliente cobrará en un futuro lo garantizado. Entonces, los activos y pasivos de una compañía de seguros no deberían valorarse como si fueran a venderse mañana, que es lo que ocurre con el modelo *mark-to-market*, ya que ello podría provocar una gestión cortoplacista que no encaja con el modelo de negocio asegurador.

Este debate adquiere gran importancia en momentos como el actual, por lo que se están trabajando medidas que solventen esta problemática. En este sentido, aparece la opción de la prima contracíclica o el *matching adjustment*, que da la posibilidad de hacer ajustes a la valoración de activos y pasivos en momentos de estrés, para así evitar la prociclicidad provocada por descuentos excesivos. No obstante, hay que estudiar a fondo el diseño de la misma, para evitar que se incentive la inversión en activos de mayor riesgo y, además, deben quedar bien claros los supuestos bajo los cuales se podría aplicar esta prima, sin que ello suponga una excesiva limitación a su aplicabilidad.

De todas formas, en el complejo y cambiante entorno económico y financiero actual, los riesgos del sector asegurador no se limitan a aspectos regulatorios, sino que también los hay de negocio. Hasta 12 aseguradoras tienen alianzas con la banca, sector que distribuye un 73% de las primas de seguros de vida y gana presencia en los ramos de seguros de no-vida, donde aporta un 10% de las primas. Pero el fuerte proceso de concentración del sistema financiero, con numerosas fusiones entre cajas, obliga a revisar estos acuerdos de bancaseguros. Así, se hace necesario establecer un único operador de bancaseguros (que intermedie la venta), aunque una misma entidad financiera podrá vender en su red seguros de varias compañías, si así lo acuerdan. No será un proceso sencillo, puesto que los acuerdos actuales de bancaseguros son acuerdos privados entre entidades, con unas altas indemnizaciones en caso de ruptura, fijadas en un entorno de bonanza económica y difícilmente asumibles en el entorno actual.

A todo ello hay que añadirle el freno de la actividad económica en España, que claramente perjudica a los volúmenes de negocio y a las nuevas operaciones en los ramos de riesgo, así como la disminución en la tasa de ahorro que perjudica a los productos de ahorro. Adicionalmente, la elevada volatilidad de los mercados y las incertidumbres sobre la deuda soberana de la mayoría de países europeos dificultan la gestión de riesgos de las entidades.

En definitiva, el sector asegurador español viene mostrando en los últimos años fortaleza a nivel comercial y de solvencia, pero no está exento de presiones regulatorias y de negocio. Los que vienen son meses importantes para la definición del modelo regulatorio, para asegurar que se establecen los incentivos correctos, y para avanzar en el dibujo de un nuevo mapa competitivo en bancaseguros.

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

Estudios y Análisis Económico, "la Caixa"

Publicaciones

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

■ INFORME MENSUAL

Informe sobre la situación económica (disponible también en inglés)

■ ANUARIO ECONÓMICO DE ESPAÑA 2011

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

■ COLECCIÓN COMUNIDADES AUTÓNOMAS

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

■ CÁTEDRA "la Caixa" ECONOMÍA Y SOCIEDAD

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

■ DOCUMENTOS DE ECONOMÍA "la Caixa"

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

03/2012. El sobreendeudamiento de las empresas españolas: ¿problema común o de unas pocas? Sandra Jódar-Rosell e Inmaculada Martínez

■ 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:

- Pol Antras
Harvard University
- Philippe Bachetta
Universidad de Lausanne
- Ramon Caminal
Institut d'Anàlisi Econòmica (CSIC)
- Manuel Castells
Universitat Oberta de Catalunya y University of Southern California
- María Paz Espinosa
Universidad del País Vasco
- Josefina Gómez Mendoza
Universidad Autónoma de Madrid
- Massimo Motta
Barcelona GSE - Universitat Pompeu Fabra
- Joan Enric Ricart
IESE Business School
- Xavier Sala-Martín
Columbia University
- Jaume Ventura
CREI - Universitat Pompeu Fabra

Área de Estudios y Análisis Económico

- Jordi Gual
Director Ejecutivo de "la Caixa"
- Joan Elias
Director de Coordinación y Publicaciones
- Enric Fernández
Director de Economía Internacional
- Oriol Aspachs
Director de Economía Europea
- Avelino Hernández
Director de Mercados Financieros

INFORME MENSUAL

Junio 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.

