

# Informe Mensual



## EL SECTOR EXTERIOR ESPAÑOL

*Objetivo superávit: ¿realidad o quimera?* Pág. 17

La reciente corrección del déficit por cuenta corriente se explica por la mejora del saldo comercial

*Ganancias de competitividad para relanzar el motor exterior* Pág. 33

¿Cuál es el efecto de una mejora de la competitividad sobre las exportaciones españolas?

*El sector exterior: motor de la recuperación* Pág. 48

Ante un gasto interno lastrado por los ajustes, la recuperación debe apoyarse en el motor externo

*¿Es sostenible la posición externa de España?* Pág. 62

El endeudamiento de la economía española frente al resto del mundo es una fuente de vulnerabilidad

# Previsiones

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

	2010	2011	2012	2011				2012	
				I	II	III	IV	I	II
<b>ECONOMÍA INTERNACIONAL</b>									
					Previsiones			Previsiones	
<b>Producto interior bruto</b>									
Estados Unidos	3,0	1,7	2,1	2,2	1,6	1,5	1,6	2,0	2,1
Japón	4,5	-0,7	2,1	-0,1	-1,7	-0,6	-0,5	2,7	3,1
Reino Unido	2,1	0,7	0,6	1,5	0,4	0,3	0,5	-0,1	0,6
Zona del euro	1,8	1,5	-0,5	2,4	1,6	1,3	0,7	-0,1	-0,6
<i>Alemania</i>	3,6	3,1	0,8	4,6	2,9	2,7	2,0	1,2	1,0
<i>Francia</i>	1,6	1,7	0,1	2,4	1,7	1,5	1,2	0,3	0,3
<b>Precios de consumo</b>									
Estados Unidos	1,6	3,1	2,1	2,1	3,3	3,8	3,3	2,8	1,9
Japón	-0,7	-0,3	0,2	-0,6	-0,4	0,2	-0,3	0,3	0,3
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	1,8	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	2,0
<b>ECONOMÍA ESPAÑOLA</b>									
					Previsiones			Previsiones	
<b>Agregados macroeconómicos</b>									
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 $\Delta$ PIB)	-1,0	-1,8	-4,0	-0,8	-1,9	-1,4	-2,9	-3,3	-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
<b>Producto interior bruto</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,7</b>	<b>-1,5</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,4</b>	<b>-1,3</b>
<b>Otras variables</b>									
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	0,1	-2,0	-1,7	-1,5	-2,5	-2,5	-3,0
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	-8,5	-6,4	-5,4	-9,8	-6,2	-12,7	-5,5	
<b>MERCADOS FINANCIEROS</b>									
					Previsiones			Previsiones	
<b>Tipos de interés internacionales</b>									
Fed Funds	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Repo BCE	1,0	1,3	0,9	1,0	1,3	1,5	1,3	1,0	1,0
Bonos EE. UU. 10 años	3,2	2,8	1,8	3,4	3,2	2,4	2,0	2,0	1,8
Bonos alemanes 10 años	2,8	2,6	1,7	3,2	3,1	2,3	2,0	1,9	1,5
<b>Tipos de cambio</b>									
\$/Euro	1,33	1,39	1,24	1,37	1,44	1,41	1,35	1,31	1,28

## Índice

### 1 Editorial

### 2 Resumen ejecutivo

### 6 Coyuntura internacional

6 Estados Unidos

10 Japón

12 China

13 Brasil

15 México

16 Materias primas

### 17 *Objetivo superávit: ¿realidad o quimera?*

### 21 Unión Europea

21 Zona del euro

25 Alemania

27 Francia

28 Italia

29 Reino Unido

31 Europa emergente

### 33 *Ganancias de competitividad para relanzar el motor exterior*

### 37 Mercados financieros

37 Mercados monetarios  
y de capital

### 45 Coyuntura española

45 Actividad económica

### 48 *El sector exterior: motor de la recuperación*

51 Mercado de trabajo

55 Precios

59 Sector exterior

### 62 *¿Es sostenible la posición externa de España?*

65 Sector público

67 Ahorro y financiación

## El sector exterior, clave de la recuperación

A lo largo de los años de bonanza que precedieron a la actual crisis económica, la economía española asistió a un extraordinario aumento del déficit por cuenta corriente. A partir de finales de los noventa, el superávit fue dejando paso a déficits cada vez mayores, alcanzando un máximo del 10% del producto interior bruto (PIB) en 2007. De esta forma, España se convertía en el segundo país del mundo con un mayor desequilibrio con el exterior en valor absoluto, solo por detrás de Estados Unidos. La recesión económica ha precipitado una corrección abrupta y sustancial de dicho déficit. El pasado año bajó hasta el 3,5% del PIB y este año esperamos que se sitúe próximo al 2%. ¿Qué ha cambiado?

En primer lugar, el desplome de las importaciones. La extrema debilidad de la demanda interna, tanto del consumo como, sobre todo, de la inversión, ha frenado casi en seco la compra de bienes en el exterior. En segundo lugar, cabe resaltar el buen comportamiento de las exportaciones. Este se alimenta tanto de la mejora del tipo de cambio efectivo real, un relevante indicador de la evolución de la competitividad exterior, como del esfuerzo de las empresas en diversificarse hacia mercados más dinámicos y de elevado potencial económico. En cuanto al tipo de cambio real, el avance se sitúa en un 5% entre 2008 y 2011, pero todavía falta un trecho importante para corregir las debilidades actuales. Por último, la mejora del superávit de los intercambios de servicios también ha contribuido al resarcimiento del sector exterior, tanto a través de la exportación de servicios turísticos como de servicios empresariales.

Mantener este impulso exportador va a ser clave en la salida de la crisis. En un contexto de ajustes macroeconómicos y de desapalancamiento de hogares y empresas, el buen comportamiento de las exportaciones de bienes y servicios es la pieza decisiva para el crecimiento del PIB y del empleo. Para ello, las exportaciones deberían crecer a tasas de aproximadamente el 7% anual. Sin capacidad de recurrir a las políticas de tipo de cambio, monetaria o comercial, es imprescindible impulsar las reformas estructurales precisas para mejorar la competitividad a través de la flexibilidad, la innovación y el capital humano.

Se trata de un desafío difícil pero alcanzable. No olvidemos que el comportamiento de la cuota de las exportaciones españolas en el conjunto del comercio mundial ha sido hasta ahora mejor que la media de la zona del euro. Sin embargo, la cuota española es todavía muy reducida si atendemos al tamaño de la economía, de manera que el nivel potencial se sitúa bastante por encima de la cuota actual.

La mejora del sector exterior, además, es fundamental para romper el círculo vicioso que se ha establecido entre problemas de liquidez y dudas sobre la solvencia del país. Los sucesivos déficits corrientes se han financiado a través de un creciente endeudamiento con el exterior. El total del mismo ascendía, al cierre de 2011, a una cifra equivalente al 221% del PIB. La deuda neta, es decir, sustrayendo los activos frente al exterior, se situaba en el 92% del PIB. Se trata de una de las posiciones deudoras más altas del mundo en relación con el PIB, solo superada en la zona del euro por Irlanda y Portugal. La contención del déficit corriente ha conseguido estabilizar la deuda neta en los últimos años, pero su reducción exige lograr superávits sustanciales en el comercio de bienes y servicios en los próximos años. Solo así se conseguirá reducir la deuda, contener el coste del servicio de la misma y recuperar la confianza perdida ante los inversores internacionales.

## RESUMEN EJECUTIVO

**El crecimiento mundial pierde impulso.**

**La recuperación estadounidense se debilita y la Fed fuerza más relajación en los tipos de interés.**

**China, como otros emergentes, aplica medidas de estímulo para contener la ralentización de la actividad.**

### **La crisis del euro pone en peligro la recuperación mundial**

La actividad económica internacional muestra una cierta debilidad en estos meses centrales del año. Los informes sobre el sector manufacturero ponen de relieve que el crecimiento de Estados Unidos, China y otros emergentes es más frágil de lo previsto, mientras que la zona del euro sigue bajo los efectos de la recesión. Muestra de este enfriamiento de las expectativas es el descenso del precio del barril de petróleo hasta los 90 dólares, casi un 30% inferior al máximo anual alcanzado en marzo. Sin embargo, la principal preocupación sigue siendo la crisis del euro, tanto por lo que se refiere a las perspectivas de crecimiento como a las tensiones en la deuda soberana, el impacto de los ajustes fiscales o la capacidad de alcanzar soluciones efectivas por parte de los gobiernos y de las instituciones comunitarias. En este contexto, los inversores han reaccionado con distintos grados de sensibilidad, optando en general por la cautela.

Por lo que se refiere a la economía estadounidense, esta se encamina hacia un escenario más débil de lo que preveía el consenso en primavera, tras la publicación del avance del producto interior bruto (PIB) del primer trimestre. La principal causa de este enfriamiento hay que encontrarla en la pérdida de impulso en la recuperación del mercado de trabajo. Un mercado laboral más débil se traduce inevitablemente en un estancamiento de los ingresos de los hogares, que acaba repercutiendo en el gasto de consumo privado, motor de la actividad. Sin embargo, nuestra previsión de crecimiento del PIB para el conjunto de 2012 se mantiene cerca del 2%, ya que la mejora del mercado de la vivienda y, especialmente, el

descenso del precio del petróleo podrían compensar buena parte de estas debilidades. Los riesgos, empero, están sesgados a la baja, ya que la crisis de la eurozona y la paulatina pérdida de ritmo de algunos países emergentes pueden prolongarse en el tiempo.

La Reserva Federal (Fed), el banco central de Estados Unidos, reconoce esta mayor debilidad de la economía y ha rebajado sus previsiones de crecimiento. Como consecuencia, la Fed ha decidido mantener los tipos de interés en el rango del 0%-0,25% y, además, ampliar el plazo de aplicación de la denominada «Operación Twist» hasta finales de 2012. Con este programa, cuyo fin estaba previsto para junio, la entidad pretende seguir extendiendo la duración media de su cartera de deuda y reducir, aún más si cabe, los tipos de interés a largo plazo. A través de la compra de bonos del Tesoro americano a largo plazo y la venta de aquellos con un vencimiento inferior a tres años, la Fed pretende flexibilizar las condiciones de financiación del sector privado y disipar cualquier amenaza deflacionista sobre la economía.

En China, los indicadores apuntan a una ralentización de la actividad. De todas formas, los datos de mayo fueron mejores de lo esperado por los analistas y son consistentes con un aterrizaje suave, coherente con nuestra previsión de un crecimiento cercano al 8% en 2012. Además, los datos de inflación, por debajo del objetivo gubernamental del 4%, han permitido seguir con las políticas expansivas. En esta línea se enmarcan la bajada del tipo de interés oficial en 25 puntos básicos, hasta el 6,31% a principios de junio, y el recorte en 50 puntos básicos del coeficiente de caja a mediados de mayo. En lo que queda de año pre-

vemos nuevas bajadas del coeficiente de caja, entre 100 y 150 puntos básicos, así como un nuevo recorte del tipo de interés a principios del tercer trimestre.

En cuanto a Brasil, los datos de crecimiento del primer trimestre decepcionaron al mostrar un mero 0,2% respecto al trimestre anterior, lo que, en cifra interanual, representa un exiguo avance del 0,8%. Así, la economía se instala en un crecimiento muy bajo sin que se divise señal alguna, por ahora, del tan ansiado rebote. Ante esta evidencia, las autoridades brasileñas han anunciado nuevas medidas de estímulo, entre las que figuran mayores facilidades de crédito, barreras a las importaciones y una nueva línea de crédito fiscal a disposición de los estados. En cambio, la economía mexicana mantiene su vigor gracias a la renovada fortaleza del gasto interno, en un entorno de moderación de los precios.

Pero el principal problema que angustia a la economía mundial sigue siendo la situación de la zona del euro. La desconfianza de los inversores parece no tener paliativos. La buena noticia de las elecciones griegas apenas ha hecho mella en tal desconfianza. Previamente a las mismas, las apuestas sobre la salida de los helenos de la zona monetaria del euro se habían situado en máximos. Pero el resultado ha sido un Gobierno tripartito entre los conservadores de Nueva Democracia, los socialistas del Pasok y el partido de la Izquierda Democrática, todos ellos pro euro, habiéndose anunciado que la Unión Europea podría conceder más tiempo a Grecia para reducir el déficit fiscal.

Tampoco sirvió para calmar a los mercados el anuncio de la ayuda financiera a España por un importe de hasta 100.000 millones de euros para recapitalizar el sistema bancario. El castigo a la deuda soberana de los países de la periferia europea, y en concreto a España, no se ha contenido. A esta penalización también han contribuido las rebajas de la calificación crediticia que las

principales agencias aplicaron tanto al Reino de España como a gran parte de las entidades financieras nacionales. Así, la rentabilidad del bono español a 10 años llegó a superar la barrera del 7% durante varias sesiones, y el diferencial con el *bund* alemán volvió a rebasar los 500 puntos básicos, nivel máximo desde la entrada del euro. En estas condiciones está claro que la financiación no oficial del exterior, tanto del sector público como del privado, se ha reducido a niveles mínimos.

La cumbre que el Consejo Europeo va a celebrar a finales de junio constituye una nueva oportunidad para adoptar soluciones viables que frenen la involución actual. Este mes, Chipre ha anunciado su petición de financiación de emergencia de los fondos de rescate europeos, sumándose así a Grecia, Irlanda, Portugal y España. Con la percepción de que los mercados podrían provocar problemas de solvencia en España y con Italia en el punto de mira, lo que en último extremo está en juego es la propia supervivencia del proyecto de la moneda única, un pilar clave de la actual construcción europea.

Los jefes de Estado y de Gobierno que se van a reunir en Bruselas van a plantear pasos hacia una integración financiera, fiscal y presupuestaria más estrecha, incluyendo alguna forma de supervisión bancaria supranacional, un mecanismo común de garantía de depósitos y de resolución de crisis bancarias y una comunitarización de la deuda soberana. Pero estas reformas suponen un calendario prolongado y exigen un compromiso político muy sólido, lo que las convierte en soluciones a medio o largo plazo. En cambio, la desconfianza de los mercados exige soluciones rápidas y contundentes, si no se quiere deteriorar la situación hasta hacerla irreversible, orientadas hacia la desconexión del riesgo soberano del bancario o hacia la capacidad de financiación de los fondos de rescate. Al cierre de esta edición, las primeras noticias apuntan a avances importantes en esta línea.

**La crisis de la zona del euro se ha convertido en el principal problema de la economía mundial.**

**Ni el aceptable resultado de las elecciones griegas ni el anuncio de la ayuda financiera a España despejan la desconfianza.**

**¿Conseguirá el Consejo Europeo alcanzar soluciones efectivas?**

**La recesión de la economía española se acentúa.**

Otra medida planteada ante los líderes europeos es el lanzamiento de políticas orientadas al crecimiento, con planes de inversión contundentes. El hecho es que si durante el primer trimestre la economía de la eurozona presentó un crecimiento del PIB nulo, en el segundo trimestre la contracción del mismo podría haber sido significativa, vistos los indicadores económicos avanzados. Ello constituye un nuevo elemento de presión sobre las economías intervenidas, que encuentran menos margen de expansión en los mercados exteriores.

En el caso de la economía española, el perfil recesivo es similar, en la medida en que se estima que en el segundo trimestre la actividad ha caído más que en el primero (-0,3% intertrimestral). Por el lado de la oferta, además del desplome del sector de la construcción y el inmobiliario, la contracción de la industria manufacturera no se atenúa, mientras que el sector público frena su gasto, acuciado por la exigencia de reducir el déficit.

La mayoría de los indicadores tanto de oferta como de demanda han mantenido una tónica negativa y han empeorado respecto a meses anteriores. Así es en los casos del índice de confianza de los consumidores y del correspondiente a la construcción, ya que en mayo ambos disminuyeron 5 y 6 puntos respecto al mes anterior. Al retroceso de la confianza de los consumidores hasta niveles de primavera de 2009 se une la caída de las ventas minoristas, las cuales disminuyeron en abril un 9,5% interanual. Respecto al sector exterior, los últimos datos correspondientes al mes de abril revelan que las exportaciones retrocedieron un 0,8%, si bien los indicadores de turismo exterior de mayo han sido positivos. La debilidad económica es una característica compartida con la mayor parte de Europa, de ahí que las exportaciones a nuestro principal socio comercial cayeran un 4,6%.

Los efectos de la recesión se dejan notar claramente en el mercado de trabajo. Aunque los registros de afiliación y paro registrado del mes de mayo mostraron una mejoría, ello fue gracias a la estacionalidad propia del periodo ya que, una vez corregida esta, el resultado es un empeoramiento sustancial de las variables. El ajuste del mercado laboral se está efectuando principalmente vía el número de ocupados, pero los salarios también están respondiendo al debilitamiento de la actividad, aunque en menor medida. Así, la encuesta trimestral del coste laboral del primer trimestre de 2012 muestra una intensificación de la contención salarial, con unos costes salariales por trabajador que se incrementaron un 1,2% interanual, una tasa ligeramente inferior a la registrada el trimestre anterior. Asimismo, la moderación salarial contribuyó a que se desaceleraran significativamente los costes laborales por trabajador, cuya tasa de crecimiento interanual se situó en el 1,1%.

El repliegue de la demanda interna provoca, a su vez, un retroceso de los ingresos tributarios mayor del esperado, lo que está poniendo en duda la capacidad de alcanzar el déficit público comprometido para este año, que se cifra en el 5,3% del PIB. Pese a las reformas emprendidas hasta ahora y los esfuerzos de las administraciones públicas por atajar los desvíos presupuestarios, lo cierto es que, como afirma el informe preliminar del Fondo Monetario Internacional, es ineludible tomar medidas adicionales con carácter urgente. Estas deben ser capaces de afrontar los desafíos de una doble recesión, de un desempleo inaceptablemente elevado, de una deuda pública escalando a niveles insostenibles y de un sector financiero necesitado de recapitalización en algunos de sus elementos. Las próximas semanas van a ser decisivas en este sentido, tanto en lo que se refiere a eventuales nuevos paquetes de política económica, como a la respuesta y eficacia de las instituciones europeas.

28 de junio de 2012

**Debilidad económica generalizada y deterioro constante del mercado de trabajo.**

**El incumplimiento del objetivo de déficit público exige una respuesta política ambiciosa.**

## CRONOLOGÍA

### 2011

- 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.  
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.
- junio** 25 El Gobierno solicita **asistencia financiera para la banca española al Eurogrupo** después de que evaluadores independientes estimaran unas necesidades de capital de hasta 62.000 millones de euros en el escenario más adverso.  
**Chipre solicita ayuda financiera** a la eurozona y dos días más tarde también la pide al Fondo Monetario Internacional.  
29 El Consejo Europeo y el Eurogrupo adoptan medidas relevantes para la **reconducción de la crisis del euro**.

## AGENDA

### 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.

### Agosto

- 2 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (julio).  
Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.  
8 Índice de producción industrial (junio).  
14 IPC (julio). Avance del PIB de la UE (segundo trimestre).  
16 Comercio exterior (junio).  
IPC armonizado de la UE (julio).  
24 Precios industriales (julio).  
28 Contabilidad nacional trimestral (segundo trimestre).  
30 Avance IPC (agosto).  
31 Ingresos y gastos del Estado (julio).  
Balanza de pagos (junio).

## COYUNTURA INTERNACIONAL

**La expansión de Estados Unidos pierde fuelle por la debilidad de la recuperación del empleo.**

**El bajo crecimiento de los ingresos de los hogares y el endeudamiento condicionan la recuperación.**

### Estados Unidos: el crecimiento flaquea

La economía estadounidense deja atrás los vigores de inicios de año y se encamina hacia un escenario más débil de lo que preveía el consenso de finales de abril, tras la publicación del avance del producto interior bruto (PIB) del primer trimestre. La principal causa de este tono disminuido hay que encontrarla en la pérdida de impulso que se está operando en la recuperación del mercado de trabajo. Un mercado laboral más débil se traduce inevitablemente en un estancamiento de los ingresos de los hogares que, por ende, acaba repercutiendo en el gasto de consumo privado, que es el motor de la actividad, especialmente considerando su fuerte

contribución al crecimiento del primer trimestre. Sin embargo, nuestra previsión de avance del PIB para el conjunto de 2012 se mantiene cerca del 2,0% ya que la mejora en el mercado de la vivienda y, especialmente, el descenso del precio del petróleo podrían compensar buena parte de estas debilidades. Los riesgos, empero, están sesgados a la baja, ya que la crisis de la eurozona continúa suponiendo un palo en la rueda de la recuperación estadounidense y el precio del crudo sigue sujeto a notables incertidumbres.

El consumo privado difícilmente mantendrá el ritmo del primer trimestre. La renta disponible de los hogares creció, en términos reales, un 0,9% interanual en abril, muy por debajo del avance del 2,1%

### 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	Mayo	Junio
PIB real	3,0	1,7	1,6	1,5	1,6	2,0	-	...	-
Ventas al por menor	5,5	8,0	8,0	8,5	7,4	6,6	5,6	5,3	...
Confianza del consumidor (1)	54,5	58,1	61,8	50,3	53,6	67,5	68,7	64,9	...
Producción industrial	5,4	4,1	3,6	3,3	4,1	4,4	5,1	4,7	...
Índice actividad manufacturera (ISM) (1)	57,3	55,2	56,6	52,1	52,4	53,3	54,8	53,5	...
Viviendas iniciadas	5,7	4,5	-4,9	5,9	25,1	22,5	34,8	28,5	...
Tasa de paro (2)	9,6	9,0	9,0	9,1	8,7	8,3	8,1	8,2	...
Precios de consumo	1,6	3,2	3,4	3,8	3,3	2,8	2,3	1,7	...
Balanza comercial (3)	-494,7	-559,9	-527,9	-533,6	-559,9	-573,7	-580,2	...	...
Tipo de interés interbancario 3 meses (1)	0,3	0,3	0,3	0,3	0,5	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	73,9	75,2

NOTAS: (1) Valor.

(2) Porcentaje sobre población activa.

(3) Saldo acumulado de 12 meses de la balanza de bienes y servicios. Miles de millones de dólares.

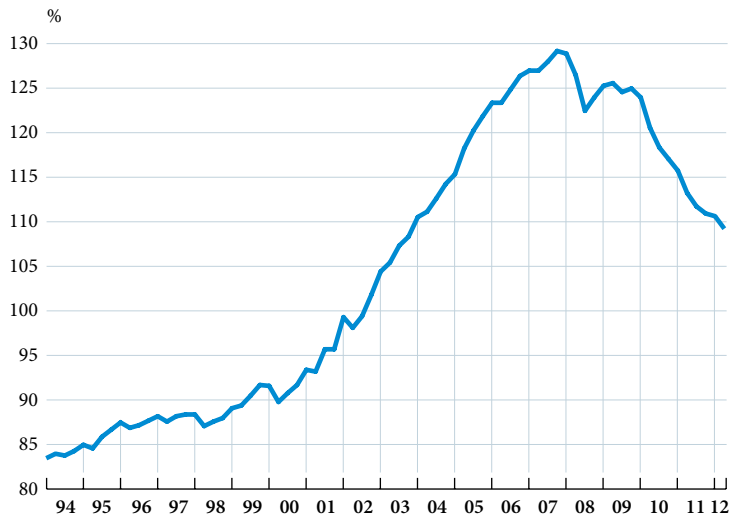
(4) Índice del tipo de cambio ponderado por los flujos del comercio exterior. Valores mayores implican apreciación de la divisa.

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



## ESTADOS UNIDOS: EL DESAPALANCAMIENTO DE LOS HOGARES, A MEDIO CAMINO

Deuda bruta de los hogares en porcentaje de la renta disponible



FUENTES: BEA, Federal Reserve y elaboración propia.

que se dio en el consumo privado. Con unos ingresos casi estancados, la otra vía para sostener el crecimiento del consumo es la del endeudamiento, pero este se ve limitado por la situación patrimonial de los hogares. Si bien es cierto que la riqueza financiera de las familias se había venido recuperando en los últimos meses, su riqueza inmobiliaria, que es su principal activo tangible, sigue por debajo de la tendencia secular. El principal problema del balance patrimonial de los hogares sigue siendo el elevado nivel de deuda, que se encuentra a medio camino de la normalidad. La deuda de los hogares ascendía al 109,2% de la renta disponible en el primer trimestre de 2012. Esto supone una reducción de 19,9 puntos porcentuales desde el máximo de septiembre de 2007, pero sigue estando 17,8 puntos por encima de la cota del 91,4%, que fue el promedio de 2000, año previo al inicio de la burbuja inmobiliaria.

Las ventas al por menor confirman esta desaceleración del consumo respecto a un primer trimestre que se vio favorecido por un invierno anormalmente suave. Así, el

comercio minorista, excluyendo los fluctuantes coches y gasolina, registró en mayo su segundo mes de retroceso que llevó el crecimiento interanual, en términos reales, hasta el 2,3%, cuando en marzo era del 3,4%. Asimismo, el índice de confianza de los consumidores del Conference Board bajó 6,8 puntos entre febrero y mayo, situándose 29,4 puntos por debajo de la media histórica. Un soporte para el consumo podría venir, empero, de la bajada del precio del petróleo. Un descenso de 10 dólares en el barril de crudo supone, vía un ahorro en gasolina, un mayor presupuesto para el resto de la cesta de la compra equivalente a cerca de un 0,3% del PIB. El precio promedio del petróleo en los cuatro primeros meses de 2012 fue de 118,6 dólares por barril, con lo que el nivel de 90 dólares por barril con el que se cerró este informe, de mantenerse, supone un ahorro de 0,8% del PIB en un año. Así, aunque la naturaleza fluctuante del precio del crudo obliga a la cautela, el escenario es ahora distinto.

La ralentización de la recuperación del mercado laboral es el factor que mejor

**Las ventas minoristas siguen desacelerando, pero el menor coste de la gasolina puede suponer un apoyo al gasto del consumo.**

**El mercado laboral pierde fuelle. La lentitud de la recuperación corre el riesgo de perpetuar una menor participación en el mercado laboral.**



## ESTADOS UNIDOS: EL EMPLEO VA POR DEBAJO DEL CRECIMIENTO

Índice ISM de Servicios



FUENTES: ISM, Thomson Reuters Datastream y elaboración propia.

En lo que respecta a la inversión en construcción, llegan brisas de mejora. Por el lado de la oferta, las viviendas iniciadas de mayo mantuvieron parte del repunte de abril y se situaron un 28,5% por encima del mismo periodo del año anterior. Asimismo, el incremento de los permisos de construcción, que son su indicador adelantado, permite esperar una continuidad de los avances. Por su parte, el índice Case-Shiller de viviendas de segunda mano de marzo para las veinte ciudades principales continuó con su pequeña subida, mientras que la venta de viviendas de segunda mano siguió animándose en mayo. Todo ello hace esperar que el sector contribuya al crecimiento a lo largo de 2012, aunque, inicialmente, su influencia estará limitada por los bajos niveles de partida. Las debilidades de la vivienda distan de estar conjuradas, empero, con 12 millones de hogares cuyo saldo hipotecario pendiente supera el valor del inmueble hipotecado, aunque los últimos datos indican una tímida disminución de la morosidad hipotecaria.

Para potenciar el mercado hipotecario y la creación empleo, la Reserva Federal relanzó en mayo su programa de compra de deuda a largo plazo financiada con la venta de deuda a corto plazo. Y es que la inflación deja margen de maniobra a la Fed para medidas expansivas adicionales, en caso de que se consideren necesarias. El índice de precios al consumo (IPC) se desaceleró, subiendo un 1,7% interanual en mayo -2,3% en abril- a causa de efectos de base en el precio del petróleo. El IPC subyacente, que excluye los precios energéticos y los de alimentación, repitió su incremento del 2,3% interanual, pero la tendencia es de moderación, ya que los incrementos de precios se centraron en componentes no tendenciales como el vestido.

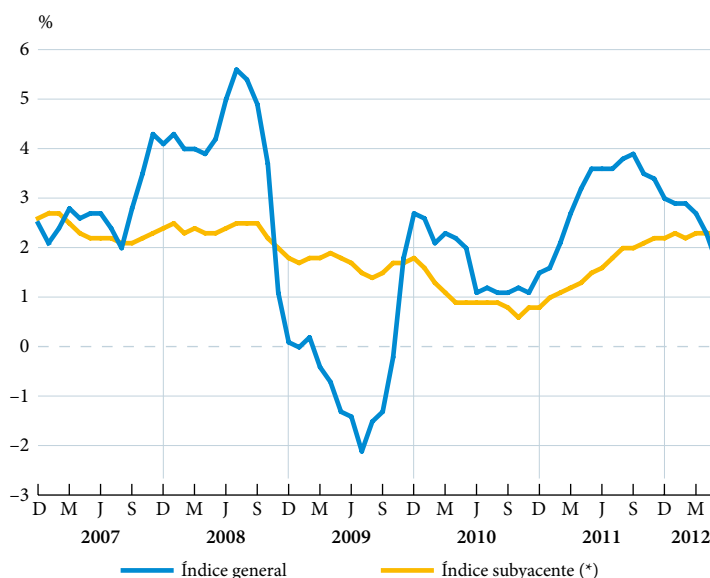
Por lo que respecta al sector exterior, el déficit comercial de abril bajó un 8,0% hasta quedar en 50.062 millones de dólares. El abaratamiento del petróleo, que es responsable del 55,9% del total del desequilibrio comercial, explica algo menos de la mitad de esta mejora, pero seguirá

**La construcción confirma sus mejoras, pero el nivel de partida es bajo.**

**El IPC, 1,7%, deja margen para políticas expansivas de la Fed.**

## ESTADOS UNIDOS: UN IPC QUE DEJA MARGEN

Variación interanual del IPC por componentes



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

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

tirando a la baja del déficit en los próximos tres meses. Por otra parte, las exportaciones mantuvieron parte del repunte de marzo y auguran contribuciones positivas del sector al crecimiento del PIB en el segundo y tercer trimestres.

inversión en equipo recula y su indicador adelantado de abril, los pedidos de maquinaria, sigue mostrando retrocesos. Por su parte, las exportaciones de mayo siguieron sumidas en la atonía.

**Japón crece un 2,7% gracias al consumo privado.**

### Japón: exportación e inversión, en horas bajas

La revisión al alza de los datos del PIB del primer trimestre, que dejó el avance en un 1,2% intertrimestral, un 2,7% interanual, aumenta las dudas sobre la continuidad de la expansión para el resto del año. La economía fundamenta su crecimiento en la acumulación de existencias, de naturaleza fluctuante, y, especialmente, en un consumo privado alentado por unas políticas expansivas que no tendrán continuidad, con un Gobierno que baraja incrementar el impuesto sobre el consumo. Sin embargo, los dos pilares tradicionales del crecimiento nipón se muestran débiles. La

El saldo comercial de mayo volvió a ser deficitario, por quinceavo mes consecutivo, a causa de las carencias energéticas derivadas del parón nuclear y los cuellos de botella en los procesos productivos que hacen mella en la competitividad de las exportaciones. En este sentido, la producción industrial, que en Japón tiene una influencia sobre el PIB mayor que en otras economías avanzadas, retrocedió en abril. La recuperación de la segunda mitad del año pasado se ha diluido, con un crecimiento acumulado de un magro 0,4% en los cuatro primeros meses de 2012, que deja el índice un 3,1% por debajo del nivel previo a la catástrofe de marzo de 2011.

Sin embargo, las ventas minoristas de abril y las matriculaciones de automóviles de

## 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	Mayo
PIB real	4,5	-0,7	-1,7	-0,6	-0,5	2,7	-	...
Ventas al por menor	2,5	-1,2	-1,7	-1,0	0,8	5,2	5,7	...
Producción industrial	16,6	-2,3	-6,7	-0,6	0,0	2,7	12,9	...
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	10,5	...
Tasa de paro (2)	5,1	4,6	4,7	4,4	4,5	4,5	4,6	...
Precios de consumo	-0,7	-0,3	-0,4	0,1	-0,3	0,3	0,5	...
Balanza comercial (3)	7,9	-1,6	3,4	1,3	-1,6	-3,6	-3,7	...
Tipo interbancario 3 meses (4)	0,39	0,34	0,34	0,34	0,3	0,3	0,3	0,3
Tipo de cambio efectivo nominal (5)	106,0	113,5	109,3	115,5	118,6	116,5	113,3	117,0

NOTAS: (1) Valor del índice.

(2) Porcentaje sobre población activa.

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

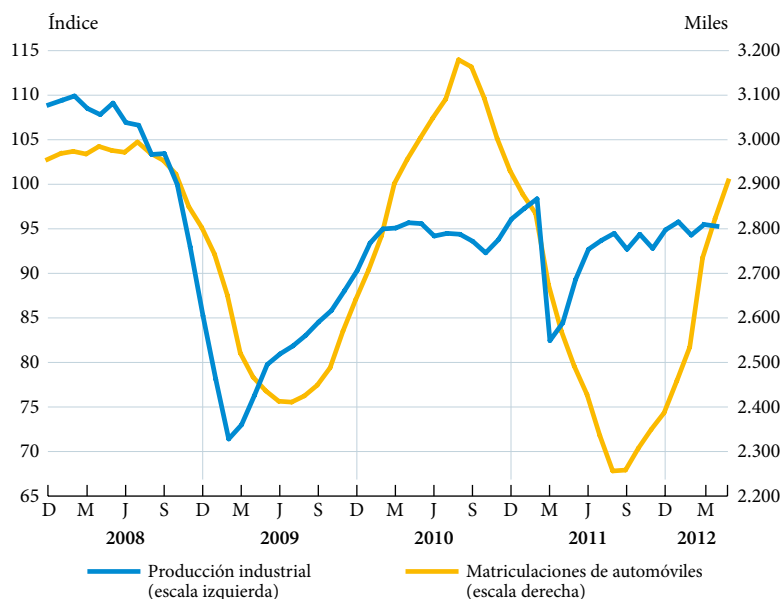
(4) Porcentaje.

(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 Y VENTAS, FORTUNAS DISPARES

Índice de producción industrial y ventas de automóviles (\*)



NOTA: (\*) Suma de los últimos doce meses. Excluyendo vehículos de menos de 600 cc.

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

**Pero el crecimiento no irá a más. La producción industrial retrocede y las exportaciones acusarán la debilidad global.**

**El petróleo, que propició subidas de precios a principios de año, puede ayudar a un retorno de la deflación.**

**La baja inflación de China, del 3% en mayo, facilitó el recorte en 25 puntos básicos del tipo de interés oficial.**

mayo apuntan a una momentánea continuidad de la pujanza del consumo. Asimismo, el índice de confianza de los consumidores subió en mayo hasta el nivel de los 40,7 puntos, cerca ya de los niveles de febrero de 2011. Esta fuerza del consumo privado no logra disipar, empero, la sombra de la deflación. El IPC de abril subió un 0,5% interanual gracias a los efectos de un petróleo caro que más recientemente ha cambiado de rumbo y cuyos efectos a la baja se verán en los próximos meses. Así, el IPC subyacente, el general sin energía ni alimentos, siguió estancado, acumulando un descenso del 0,3% interanual mientras que los precios de Tokio, que volvieron a descender en mayo, también auguran una vuelta a la dinámica deflacionista.

### **China: moderación de la ralentización económica**

En un contexto de ralentización de la actividad, la inflación ha caído. El IPC de mayo se desaceleró del 3,4% interanual al 3,0%, ayudado tanto por el componente alimentación, que supone algo más de un tercio del índice general de precios, y que siguió moderando su avance del 7% al 6,5%, como por el componente sin alimentos que pasó del 1,7% de abril al 1,4%.

La subida de precios por debajo del objetivo gubernamental del 4% ha permitido seguir con las políticas expansivas. En esta línea se enmarcan la bajada del tipo de interés oficial en 25 puntos básicos, hasta el 6,31% a principios de junio, y el recorte en 50 puntos básicos del coeficiente de caja a mediados de mayo. En lo que queda de año prevemos nuevas bajadas del coeficiente de caja, entre 100 y 150 puntos básicos, así como un nuevo recorte del tipo de interés a principios del tercer trimestre.

El anuncio de la bajada de tipos justo antes de la salida de los indicadores de actividad mensuales auguraba un mal mayo. Sin embargo, el menor ritmo de deterioro de algunos de estos indicadores y la mejora de otros cogió por sorpresa a buena parte de los analistas. Los datos de mayo son consistentes con un aterrizaje suave, coherente con nuestra previsión de un crecimiento cercano al 8% en 2012. Así, la producción industrial creció un 9,6% interanual, 3 décimas por encima del registro de abril, aunque todavía lejos de su potencial del 15%. Por el lado de la demanda, las ventas al por menor avanzaron un 13,8% interanual, ligeramente por debajo del 14,1% del mes anterior, mientras que la inversión en capital fijo acumulada de enero a mayo creció un 20,1% interanual, 0,1

## **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	Mayo
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	9,6
Producción eléctrica	14,0	10,9	12,0	10,8	8,9	6,5	1,5	3,3
Precios de consumo	3,3	5,4	5,7	6,2	4,6	3,8	3,4	3,0
Balanza comercial (*)	184	156	172	170	156	160	167	172
Tipo de interés de referencia (**)	5,81	6,56	6,31	6,56	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	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.

puntos por debajo del acumulado hasta abril.

En el frente exterior, tanto exportaciones como importaciones sorprendieron positivamente, contrariamente a lo ocurrido en abril y pese a la fragilidad de las economías avanzadas. En particular, las exportaciones avanzaron un 15,3% interanual en términos corrientes, muy por encima del 4,9% de abril, y lo hicieron de forma generalizada en todos sus destinos. Por su parte, las importaciones crecieron un 12,7% interanual, frente al 0,3% del mes anterior, situando el superávit comercial en 18.692 millones de dólares. Parte de esta fortaleza importadora fue consecuencia del repunte de la demanda externa, tal y como indica el avance de la actividad exportadora de procesado y ensamblaje, aunque las importaciones de bienes finales también aumentaron considerablemente. Con todo, debemos ser prudentes en la lectura de las cifras de comercio exterior, pues tienen una alta volatilidad mensual.

De nuevo, los datos de mayo son todavía sintomáticos de un proceso de ralentización de la economía china. Sin embargo, la evolución más reciente de los indicadores,

las medidas monetarias de carácter expansivo, y la clara voluntad y capacidad del ejecutivo de apoyar el crecimiento, alejan los temores de un aterrizaje brusco del país.

### Brasil: otra decepción

Aunque los indicadores coyunturales ya venían augurando una ralentización de la economía brasileña, los datos de crecimiento del primer trimestre decepcionaron a propios y extraños. El PIB creció un mero 0,2% respecto al trimestre anterior, lo que, en cifra interanual, representa un exiguo avance del 0,8%. Si, además, tenemos en cuenta que en el cuarto trimestre de 2011 el crecimiento intertrimestral ya fue también de un 0,2% y en el tercero de un 0,3%, es evidente que la primera potencia en América Latina ha varado en una senda de crecimiento pírrico sin que se divise señal alguna, por ahora, del tan ansiado rebote.

Por componentes, y en cifra interanual, destacan la debacle de la inversión, con un retroceso del 2,0%, y el repunte del gasto público, que crece un 3,2%. En cuanto al consumo, remontó levemente res-

**Los indicadores de actividad de mayo, aunque todavía débiles, sorprenden al alza.**

**Exportaciones e importaciones repuntan en mayo frente a un abril débil.**

**La economía brasileña sigue desacelerándose más de lo previsto.**

## 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	Mayo
PIB real	7,6	2,7	3,3	2,2	1,4	0,8	-	-
Producción industrial	10,6	0,4	0,7	0,4	-1,7	-3,2	-2,7	...
Confianza del consumidor (*)	159,7	156,4	155,4	153,2	155,2	164,3	165,0	163,0
Tasa de paro (**)	6,7	6,0	6,3	6,0	5,2	5,8	6,0	5,8
Precios de consumo	5,0	6,6	6,6	7,1	6,7	5,8	5,1	5,0
Balanza comercial (***)	20,1	29,8	25,2	30,5	29,8	29,1	28,1	27,5
Tipo de interés SELIC (%)	10,00	11,79	12,25	12,00	11,00	9,75	9,00	8,50
Reales por dólar (*)	1,78	1,63	1,56	1,88	1,86	1,83	1,91	2,02

NOTAS: (\*) Valor.

(\*\*) Porcentaje sobre población activa.

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

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

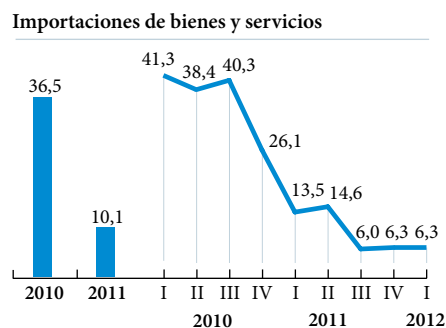
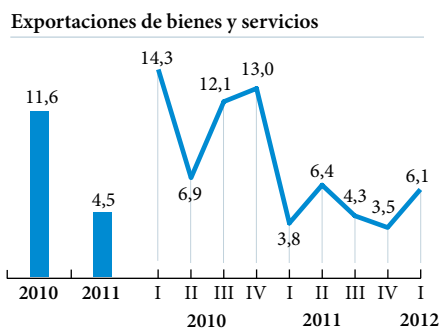
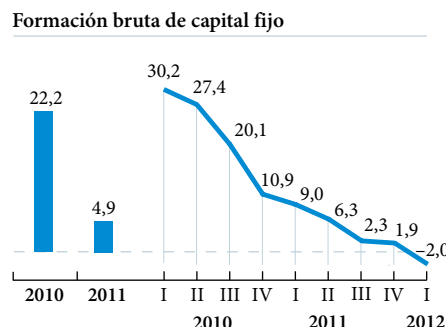
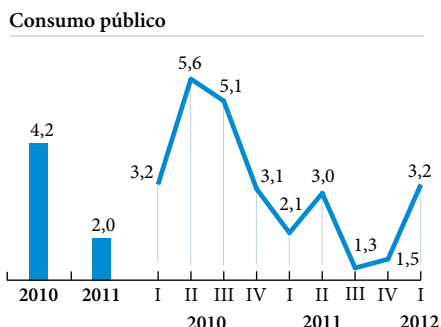
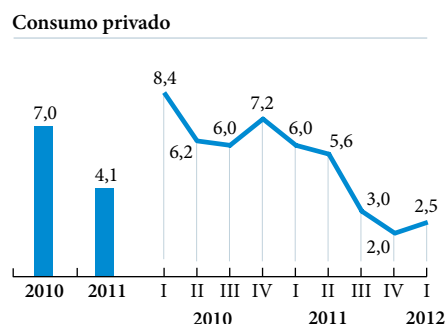
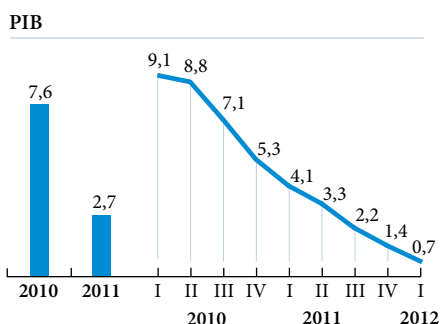
**El efecto de los estímulos sigue demorándose.**

pecto al trimestre anterior, aupado por el buen tono del crédito y del empleo. La exportación también mejoró su registro respecto al cuarto trimestre de 2011, pero no lo suficiente para compensar el avance de la importación (véase el gráfico siguiente). En conjunto, pues, se palpa tanto un marcado debilitamiento del gasto interno privado como una creciente atonía de las exportaciones netas, en línea con el menor apetito global por las materias primas.

Brasil se suma, de este modo, al deterioro generalizado de las perspectivas económicas globales y los últimos datos de actividad no hacen sino aumentar las dudas en torno al devenir inmediato del gigante amazónico. Aunque la confianza de los consumidores brasileños y el empleo mantienen el tono, la producción industrial sigue en terreno negativo y el índice que elabora el Banco Central de Brasil a modo de aproximación del PIB registró un aumento mínimo del 0,22% respecto al mes anterior, lo

**EVOLUCIÓN DEL PIB DE BRASIL POR COMPONENTES**

Porcentaje de variación interanual en términos reales



FUENTES: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística y elaboración propia.



que en cifra interanual representa un retroceso del 0,02% y su peor anotación desde finales de 2009. Es cierto que dicho indicador no es exacto y acostumbra a diferir del dato definitivo de crecimiento del PIB pero, aun así, es indicativo de riesgos significativos a la baja en relación con el crecimiento del segundo trimestre.

Ello, junto con el decepcionante dato de crecimiento del primer trimestre y a la expectativa de que la moderación del crecimiento económico global se prolongará unos meses más, nos lleva a revisar a la baja nuestras previsiones de crecimiento de la economía brasileña tanto en 2012 como en 2013. Aunque seguimos contemplando una reactivación de la actividad económica de cara a la segunda mitad del ejercicio, para cuando esperamos que los estímulos desplegados desde hace ya casi un año empiecen a surtir efecto, reducimos nuestra previsión de avance del 2,5% al 1,6% este año y del 4,1% al 3,8% en 2013.

Ante dicha evidencia, la reacción de las autoridades brasileñas tampoco se ha hecho esperar, anunciando rápidamente nuevas medidas para espolear su econo-

mía. Dichas medidas incluyen mayores facilidades de crédito, barreras a las importaciones y una nueva línea de crédito a disposición de los estados por valor de 20.000 millones de reales (unos 7.700 millones de euros) para que los inviertan en proyectos viales, de transporte o de infraestructura en general. La moderación de la inflación también facilitará los estímulos en el ámbito de la política monetaria (esperamos una nueva rebaja de tipos en julio) aunque la persistente debilidad del real, perjudicado por el repunte de la aversión global al riesgo, frenará la corrección de los precios, manteniendo su avance a en torno al 5% en 2012.

### México: ¿cambio de tercio?

El desglose por componentes del PIB del primer trimestre de 2012 confirma que el vigor reciente de la economía mexicana emana de la renovada fortaleza del gasto interno. El consumo privado fue la partida que más contribuyó al crecimiento económico (2,9 puntos porcentuales), con un avance interanual del 4,3%, seguido de la formación bruta de capital fijo, que contri-

**El real mantiene su tono depreciatorio.**

**La fortaleza del gasto interno resguarda la economía mexicana de la desaceleración global.**

## 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	Mayo
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	3,1	4,2	...
Confianza del consumidor (*)	86,3	91,7	90,7	93,7	90,3	94,1	97,2	96,3
Índice avanzado de actividad (*)	117,1	117,1	121,0	122,8	123,8	124,4	126,0	...
Tasa de paro (**)	5,4	5,2	5,2	5,7	4,8	5,0	4,9	4,8
Precios de consumo	3,9	3,2	3,3	3,4	3,5	3,9	3,4	3,9
Balanza comercial (***)	-3,0	-1,5	-0,1	-1,8	-1,5	-1,6	-1,7	-1,8
Tipo de interés oficial de Banxico (%)	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50
Pesos mexicanos por dólar (*)	12,33	11,90	11,72	13,78	13,94	12,81	13,00	14,32

NOTAS: (\*) Valor.

(\*\*) Porcentaje sobre población activa.

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

FUENTES: Banco de México y elaboración propia.

## **El peso, en cambio, a merced de las turbulencias.**

buyó 1,9 puntos porcentuales al crecimiento del PIB y creció un 8,6% respecto al primer trimestre de 2011. El gasto público avanzó un 2,9%. Las exportaciones registraron un crecimiento del 5,1% mientras que las importaciones, un 8,1%. En neto, la demanda externa restó 0,6 puntos porcentuales al crecimiento.

A pesar del buen ritmo de avance económico, los precios siguen manteniendo una tónica de avance moderada. Aunque se espera que la debilidad del peso, a raíz de las turbulencias en Europa, introduzca ciertas presiones inflacionistas, también se prevé que la ralentización global de la actividad, y en especial de Estados Unidos, acabe impactando sobre la economía doméstica, atenuando dichas presiones. Ello avala la decisión del comité de política monetaria de mantener sin cambios el tipo de interés de referencia un mes más aun cambiando explícitamente el tono de su postura de pro expansivo a neutral.

En el Gobierno, se anticipan más que cambios de postura. Al cierre de este informe, apenas unos días antes de las elecciones presidenciales, todo apunta a que Enrique Peña Nieto (PRI) será el nuevo presidente de México. Los mismos sondeos también traslucen una elevada probabilidad de que no pueda gobernar en solitario, por lo que deberá buscar el apoyo de la oposición para impulsar las reformas que necesita la economía mexicana para ganar en solidez y garantías de futuro.

## **El petróleo toca los 90 dólares por barril, el mínimo desde diciembre de 2010.**

## **La producción árabe y la ralentización económica hacen descender al petróleo y al resto de materias primas.**

### **El petróleo, en caída libre**

El petróleo intensifica sus descensos. Entre el 18 de mayo y el 22 de junio, el crudo

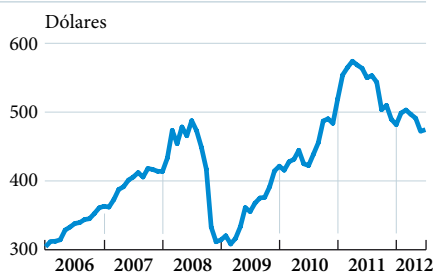
retrocedió un 15,8% para quedar en los 90,49 dólares por barril (calidad Brent, para entregas a un mes), el nivel más bajo desde diciembre de 2010. El petróleo se sitúa así un 15,5% por debajo del nivel de inicios de 2012 y un 16,4% por debajo del nivel de hace un año, lo que tirará a la baja del IPC de mayo y junio de la mayoría de las economías.

Los descensos en el precio del petróleo son fruto de la combinación de la crisis de la eurozona, la desaceleración de China y otras economías emergentes y el incremento de la producción de Arabia Saudita, que se mantiene en el nivel récord de 10 millones de barriles diarios, un tercio de la producción total de los países de la OPEP. A partir de 2013, de darse una recuperación en el crecimiento global, debería haber un cambio de tendencia en el precio del petróleo con subidas moderadas.

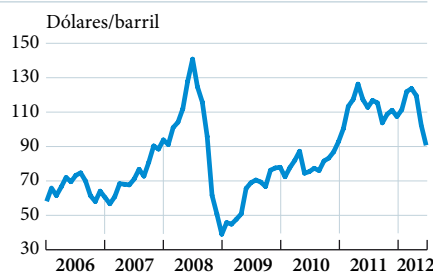
El resto de las materias primas siguió sumándose a la tendencia bajista del crudo, aunque con una menor intensidad. El índice CRB retrocedió un 1,2% entre el 18 de mayo y el 22 de junio. Entre los metales, destaca el descenso del 10,0% del aluminio, especialmente afectado por los precios de la energía, dada la intensidad energética de su proceso de obtención. Cobre, níquel y acero tuvieron retrocesos mínimos, después de las caídas de mayo. Entre los metales preciosos, la plata cedió un 5,9%, mientras que el oro perdió un 2,1%, situándose en los 1.562 dólares por onza. Entre los alimentos, también predominaron las bajadas. El trigo descendió un 5,2%, el azúcar un 3,8% y el café un 14,0%.

## EVOLUCIÓN DE MATERIAS PRIMAS SELECCIONADAS (\*)

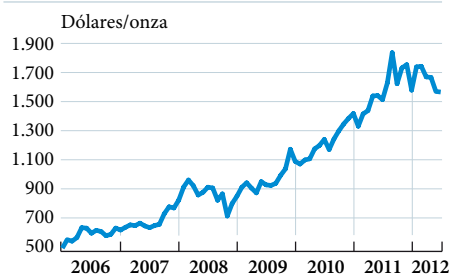
Índice CRB



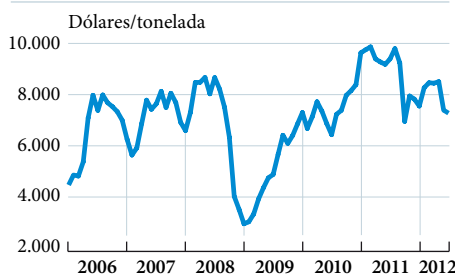
Petróleo Brent



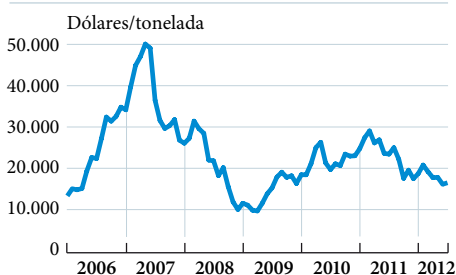
Oro



Cobre



Níquel



Trigo



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

NOTA: (\*) Datos correspondientes al último día del mes (último dato, 22 de junio).

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

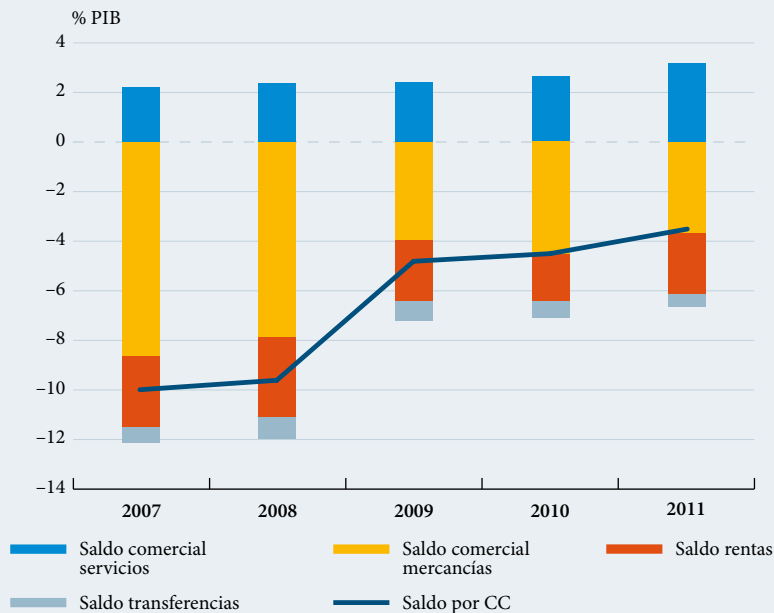
## Objetivo superávit: ¿realidad o quimera?

Durante el periodo de bonanza económica anterior a la crisis, España multiplicó por cuatro su déficit por cuenta corriente –desde los 25 mil millones de euros (4% del PIB) en el año 2000 hasta los 105 mil millones (10% del PIB) en el 2007– convirtiéndose en el segundo país del mundo con mayor déficit externo, en valor absoluto, solo por detrás de Estados Unidos. Llegó la crisis y precipitó una corrección abrupta y sustancial de dicho déficit hasta devolverlo al 3,5% del PIB (38 mil millones de euros) en 2011. Sin duda, esa corrección contribuye significativamente a la precitada sostenibilidad externa de la economía española pero ¿se mantendrá o en cuanto se reactive el crecimiento regresaremos a la tendencia anterior? Responder a esta pregunta exige, antes que nada, saber qué ha propiciado la corrección y este es, precisamente, el objetivo del recuadro.

En ese sentido, el gráfico siguiente ya resulta, de por sí, revelador: al desagregar el saldo por cuenta corriente entre sus distintos componentes, salta a la vista que el ajuste del desequilibrio externo entre 2007-2011 se explica, sobre

## LA MEJORA DEL SALDO COMERCIAL HA PERMITIDO CORREGIR EL DÉFICIT POR CUENTA CORRIENTE

Componentes de la balanza por cuenta corriente



FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

todo, por la fuerte caída del déficit de la balanza comercial de bienes y, en menor medida, por el aumento del saldo positivo de la balanza de servicios. La balanza de transferencias y la de rentas también ayudaron pero mucho menos y, de hecho, esta última ha vuelto a deteriorarse a raíz de la persistencia de las tensiones financieras en la eurozona y su repercusión sobre el coste de financiación de la deuda española.

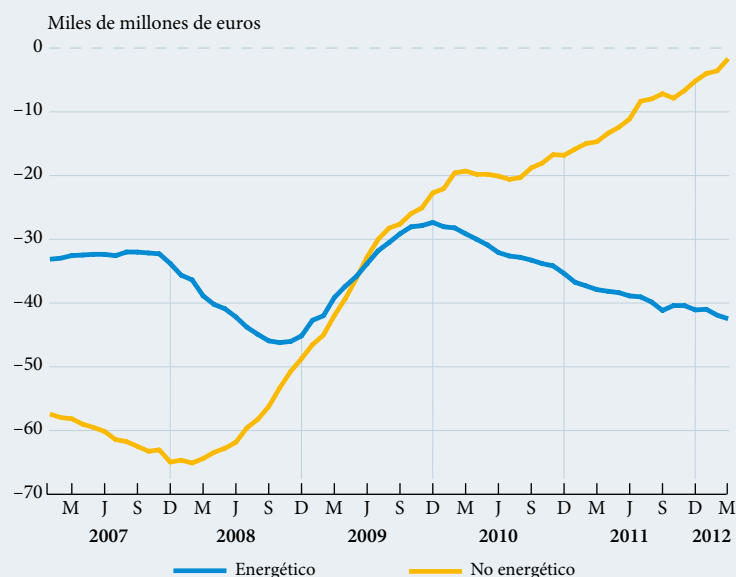
Entrando ya en más detalle, la mejoría de la balanza comercial de bienes y servicios –que pasó de un déficit del 6,5% del PIB a uno del 3,5% del PIB– se debe, fundamentalmente, a la mejor evolución del comercio de bienes: de los 6 puntos porcentuales corregidos, 5 de ellos corresponden al ajuste del déficit en mercancías y 1 punto a la mejora del superávit en servicios. A partir de aquí, cabe preguntarse si el ajuste del déficit comercial en mercancías refleja un mejor comportamiento de la exportación o una caída drástica de la importación en línea con el proceder del gasto interno.

Y, efectivamente, el desplome de las importaciones en 2008 y 2009 y su moderado restablecimiento desde entonces han contribuido un buen trecho a dicha mejora. En particular, las importaciones totales se redujeron en casi 20 mil millones de euros entre 2007 y 2011, siendo bienes de equipo, bienes de consumo duradero, sector del automóvil y semimanufacturas no químicas las partidas que más se contrajeron. Ello refleja, sin duda, la debilidad del gasto de hogares y empresas españolas –sometidas a un proceso de desapalancamiento que disminuye el gasto en inversión y en duraderos–, así como la menor actividad en construcción –destino principal de las importaciones de semimanufacturas no químicas– o el colapso de la inversión residencial –sector con un alto contenido en importaciones y que pasó de representar un 12,4% del PIB en 2007 a un 6,9% en 2011–. El menor gasto en importa-

ciones también se ha conseguido, en parte, gracias a una paulatina recuperación de la competitividad en el mercado interior: la penetración de las importaciones<sup>(1)</sup> ha pasado del 26,5% en 2007, a poco más del 23% en 2011.

### EL SALDO COMERCIAL DE BIENES SE CORRIGE PESE AL SALDO ENERGÉTICO

Acumulado 12 meses



FUENTES: Ministerio de Economía y elaboración propia.

El retroceso de las importaciones de bienes habría sido aún más acusado si no hubiera sido por el marcado repunte del precio del petróleo durante el periodo analizado (de 72 dólares por barril Brent en 2007 a 108 en 2011). Ello explica porqué las importaciones energéticas pasaron de casi 42 mil millones en 2007 (un 15% del total de importaciones) a 56 mil millones en 2011 (un 22% del total) y dispararon el déficit energético hasta el 3,8% del PIB a pesar del menor ritmo de actividad interno (véase el gráfico anterior). En ese sentido, es de esperar que el reciente descenso del precio del crudo contribuya a corregir dicha tendencia a corto plazo, en especial ante la recaída en recesión de la economía española aunque, a medio plazo, prima apostar por una menor intensidad energética del entramado productivo.

Y si bien el retroceso de las importaciones (de bienes) ha contribuido significativamente a corregir el déficit comercial, el buen comportamiento de las exportaciones ha hecho tanto o más. De hecho, la evolución de las exportaciones de mercancías españolas ha sido encomiable desde principios de los dos mil. Durante el periodo de bonanza, lograron mantener su cuota mundial relativamente estable a pesar de afrontar pérdidas sostenidas de competitividad precio y la entrada arrolladora de los emergentes en el comercio mundial (véanse recuadros «El sector exterior: motor de la recuperación» y «Ganancias de competitividad para relanzar el motor exterior») y, al llegar la crisis, aunque no se salvaron del colapso del comercio mundial de 2008-2009, fueron, junto a las alemanas, de las primeras en remontar dicho bache.

(1) Medida como importaciones sobre gasto en consumo privado, consumo público, inversión y exportaciones, en porcentaje.

Ese vigor se ha nutrido de un sector exportador competitivo más allá de los precios, de la paulatina recuperación de la competitividad externa (véase recuadro «Ganancias de competitividad para relanzar el motor exterior»), así como de un esfuerzo consciente por diversificar hacia mercados más dinámicos y con elevado potencial económico. A pesar del todavía amplio sesgo exportador hacia el área euro, destino del 53% del total de exportaciones de bienes en 2011, su importancia ha menguado en beneficio de, por ejemplo, China, India, o Rusia. Ello, junto al retroceso de la importación y la corrección en términos de competitividad permiten explicar, en gran medida, el cambio de signo del saldo comercial con la eurozona y, también, con la UE-27: mientras en 2007 se registraron sendos déficits bilaterales frente a ambas zonas de 3,7 mil millones y 3,8 mil millones, respectivamente, en 2011 se obtuvieron sendos superávits, de 1,6 mil millones con la eurozona y 4,1 con la UE-27.

Dejando ya de lado la balanza de bienes, cabe señalar que, aunque a menor escala, el aumento del superávit comercial de servicios, que pasó de 23 mil millones de euros en 2007 a 34 mil millones en 2011, también ha contribuido a la mejora de la balanza por cuenta corriente. En este caso, las importaciones se han reducido muy levemente mientras que las exportaciones –de nuevo, con la excepción del año 2009– han ido mejorando sostenidamente. Por sectores, a pesar de que los servicios turísticos siguen siendo la principal rúbrica de dicha balanza, el saldo de servicios «no turísticos» también ha mejorado considerablemente. Se trata de un dato muy positivo, ya que los servicios empresariales tienen un gran potencial de crecimiento, tanto a nivel de empleo como de riqueza.

Por último, la balanza de rentas y la de transferencias también han aportado su granito de arena a la corrección del déficit por cuenta corriente, pero no más que eso (5 mil millones de euros entre 2007 y 2011). En lo que concierne a rentas –básicamente intereses y dividendos–, su ajuste se ha visto frenado por la crisis de deuda soberana en Europa: la mejoría que se habría derivado de los bajos tipos de interés oficiales se ha visto erosionada por el aumento de la prima de riesgo española. Además, ante la persistencia de las tensiones, es de esperar que este saldo continúe deteriorándose a corto plazo. Por su parte, la balanza de transferencias –que incluye remesas de emigrantes, donaciones, y transferencias de la Unión Europea– prácticamente no ha variado y lo poco que se ha corregido puede atribuirse al retroceso de las remesas vinculado a la caída de la actividad económica, desde un déficit del 0,3% del PIB en 2007 a algo menos del 0,15% del PIB en 2011.

En definitiva, la corrección reciente del déficit por cuenta corriente se explica principalmente por la mejor evolución de la balanza comercial de bienes y servicios. Mantener la tendencia una vez remonte la actividad económica exigirá que la corrección conseguida, tanto en términos de importación como exportación, se sostenga en ganancias de competitividad, que se intensifique la apuesta por diversificar la exportación hacia mercados más dinámicos y que se avance hacia sectores productivos con mayor valor añadido, menor contenido importador y menor intensidad energética.

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

# UNIÓN EUROPEA

## Zona del euro: ¿dónde está la hoja de ruta?

Transcurrido el primer semestre del año es útil realizar una reflexión sobre la situación actual de la economía y sus perspectivas para la segunda parte del año. Dos son los ejes principales que trazan la vía por la que discurre la actividad económica en la eurozona. En primer lugar, el consenso de que el diseño institucional es insuficiente para hacerse cargo de los desafíos presentados por la crisis actual. La ausencia de los instrumentos necesarios para atajar los problemas genera periódicamente la propuesta de nuevas herramientas. Durante los últimos meses, la necesidad de profundizar en una unión fiscal, así como la posibilidad de una unión bancaria, con un supervisor único para el conjunto de los sistemas financieros de los países miembros de la zona del euro, son dos de las propuestas que han recibido más atención.

En cualquier caso, estas propuestas están todavía en un estadio muy embrionario y, de momento, lo único que consiguen es generar nuevas preguntas: ¿Existe un consenso suficiente para llevarlas a cabo? ¿Cuánto tiempo llevaría implementarlas? ¿Sería ello suficiente?

En este contexto, se ha producido una ampliación de las primas de riesgo en algunos países, especialmente en España e Italia. Ni el resultado de las elecciones griegas, que ha permitido formar un gobierno tripartito entre los conservadores de Nueva Democracia, los socialistas del Pasok y el partido de la Izquierda Democrática, todos partidos pro euro, combinado con el anuncio de que la Unión Europea podría revisar

el calendario de ajustes para conceder más tiempo con el objetivo de asistir a Grecia en su compromiso fiscal, han logrado sofocar las llamas de la desconfianza.

Por otra parte, tampoco el anuncio de la ayuda por un importe de hasta 100.000 millones de euros para recapitalizar la banca española proporcionó solaz a los espíritus desasosegados de los inversores, que no están por la labor de adquirir deuda pública de los países periféricos.

El segundo gran eje es el empeoramiento de la coyuntura económica. Los datos avanzados ponen de relieve que, si durante el primer trimestre la economía presentó un crecimiento del producto interior bruto (PIB) nulo, en el segundo trimestre la contracción del mismo podría ser significativa. Además, los indicadores económicos avanzados sugieren que el segundo semestre difícilmente ofrecerá sorpresas positivas.

Es difícil estabilizar la desaceleración económica en un contexto de aumento de incertidumbre que retrae la demanda agregada. La actividad económica se ha estancado en el primer trimestre del año con un crecimiento negativo del 0,1% interanual, tal y como pone de manifiesto el dato desglosado del producto interior bruto del primer trimestre. Prosigue el ajuste del consumo privado con una contracción interanual del 0,6%. Adicionalmente, la formación bruta de capital fijo ha sufrido una fuerte caída y se contrae a una tasa del 2,2%, mientras que a finales del año pasado crecía al 1,0%. Por otra parte, prosigue el ajuste fiscal en la eurozona con una ligera contracción del consumo público del 0,3% interanual. Además, los recortes en

**Parece que el diseño institucional de la Unión Europea es insuficiente para tratar la crisis.**

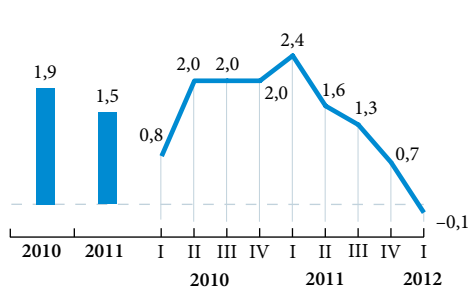
**Se mantiene la intranquilidad de los inversores.**

**El crecimiento en la zona del euro se estanca.**

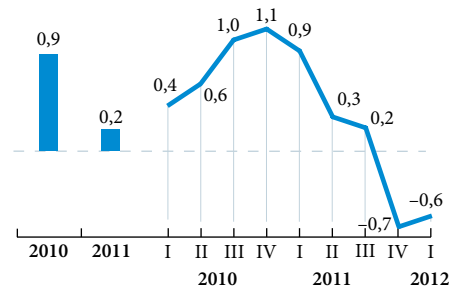
## EVOLUCIÓN DEL PIB DE LA ZONA DEL EURO POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual

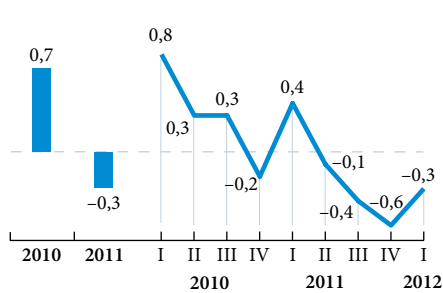
### PIB



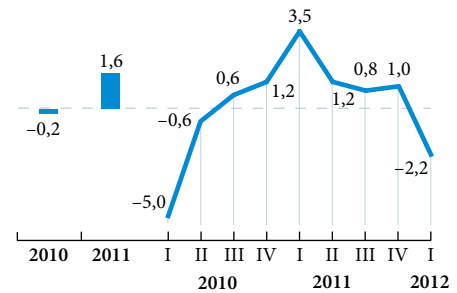
### Consumo privado



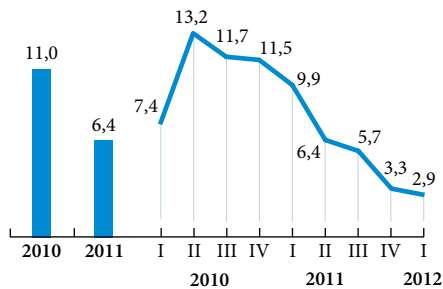
### Consumo público



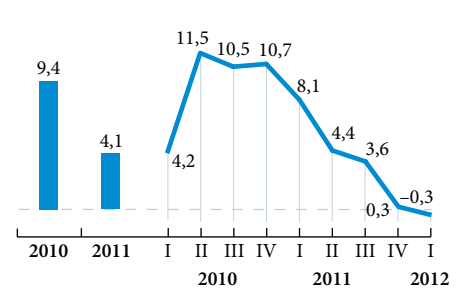
### Formación bruta de capital fijo



### Exportaciones de bienes y servicios



### Importaciones de bienes y servicios



FUENTES: Eurostat y elaboración propia.

### La desaceleración del crecimiento mundial impacta negativamente en las exportaciones europeas.

el gasto público deberían intensificarse durante los próximos trimestres.

Por otra parte, la moderada desaceleración del resto del mundo se deja entrever en la reducción en el crecimiento de las exportaciones (2,9%), mientras que las importaciones (-0,3%) reflejan la debilidad de la demanda agregada interna en la eurozona. Aunque es necesario puntualizar que el dato del PIB enmascara una fuerte heterogeneidad geográfica. Así por ejemplo, mientras que Alemania presenta un

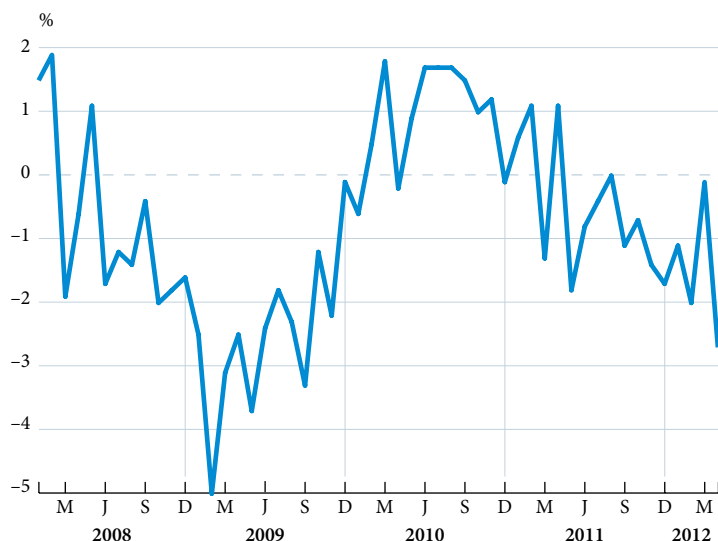
crecimiento interanual del 1,2%, en cambio, Italia muestra una contracción interanual del 1,3%.

Desafortunadamente, los indicadores económicos avanzados sugieren que el crecimiento del PIB de la zona del euro en el segundo y tercer trimestre debería ser negativo. Desde el punto de vista de la demanda, el dato de ventas minoristas sigue ofreciendo una tendencia claramente descendente. En el mes de abril disminuyeron un 1,0% respecto al mes anterior, por lo



## SE INTENSIFICA LA CAÍDA DE LAS VENTAS MINORISTAS

Variación interanual de las ventas minoristas



FUENTE: Bloomberg.

que la tasa de variación interanual se adentra en terreno negativo y alcanza el -2,5%. El descenso es generalizado en todos los componentes del índice, con retrocesos en términos interanuales superiores al 2,0%, pero es especialmente intenso en la venta de carburantes, que presenta una reducción del 9,8%.

La evolución de las ventas minoristas es un buen indicador para medir el pulso de la situación económica del momento. A diferencia del dato del PIB, aquí sí encontramos que las divergencias entre los datos de ventas minoristas de los distintos países que conforman la Unión Europea se hacen menores. El desglose por países muestra un frenazo en el caso de Alemania, cuyas ventas minoristas en abril pasan de crecer un 1,6% en el mes anterior a tan solo un 0,6% intermensual. Tampoco las familias francesas presentan un escenario más risueño, con una intensa contracción intermensual del 1,5%. Aunque superados, en ambos casos, por la contracción en España de un 2,4%.

Es previsible que se mantenga la desaceleración o en el mejor de los casos una cierta atonía en las decisiones de consumo de las familias debido a la debilidad del mercado laboral y las incógnitas sobre la resolución de la crisis europea. Efectivamente, la tasa de paro del mes de abril en la eurozona fue del 11,0%, habiéndose revisado el dato del mes anterior desde el 10,9% hasta el 11,0%. Es un máximo histórico desde 1990. El mes de abril aumentó el número de parados en 110.000 personas y el total alcanzó los 17,4 millones de desempleados. Se ha ampliado la divergencia por países desde el mínimo presentado por Austria, con una tasa de paro del 3,9%, hasta España, que muestra un 24,3%.

Es cierto que el índice de confianza de los consumidores de la eurozona del mes de mayo subió desde los -19,9 puntos del mes de abril hasta -19,3, pero es una variación mínima y que mantiene el índice por debajo de la media histórica. Este nivel sugiere que las familias mantendrán su prudencia a la hora de tomar decisiones de gasto.

**Los indicadores de coyuntura económica sugieren desaceleración de la actividad.**

**Las ventas minoristas intensifican su caída.**

**La tasa de paro se mantiene en un máximo histórico desde 1990.**

## Cae la producción industrial del mes de abril.

Desde la óptica de la oferta, la producción industrial de abril en Alemania e Italia se redujo un 0,7% y un 8,8% interanual, respectivamente. En el caso del país germano, se trata de la primera caída desde 2009. Teniendo en cuenta que aproximadamente un 45% de las exportaciones alemanas se dirige a la eurozona y el peso que supone su economía para el conjunto de la zona del euro, alrededor de un 27%, este dato es un nuevo registro del agravamiento de la desaceleración económica y apunta hacia una clara contracción de la economía europea en el segundo trimestre. El índice de producción industrial para el conjunto de la zona del euro cayó un 0,8% intermensual, y la tasa interanual empeora respecto al mes anterior situándose en el -2,3%.

En este contexto, es previsible que los empresarios vuelvan a calibrar a la baja sus decisiones de inversión tal y como muestra el deterioro de la confianza empresarial. Las dudas sobre Grecia y España así como las noticias de la desaceleración del crecimiento en China han deteriorado tanto la percepción sobre la situación actual como

las expectativas para los próximos meses. Así por ejemplo, el índice de gestores de compras (PMI) manufacturero para la eurozona se ha reducido hasta los 45,0 puntos mientras que el PMI de servicios cayó hasta los 46,4 puntos, en ambos casos por debajo de los 50 puntos, lo que indica contracción económica.

En este contexto de debilidad económica es normal que el dato de mayo del índice de precios de consumo (IPC) en la eurozona presentara un crecimiento del 2,4% interanual, dos décimas menos que el registro del mes anterior. El desglose de la cifra indica que la desaceleración se debe a la influencia del freno en la subida de los precios de los alimentos y de la energía. Según la previsión del Banco Central Europeo, el IPC se mantendrá por encima del 2%, y ante la desaceleración económica parece difícil un nuevo tensionamiento de la inflación.

En definitiva, sería de gran utilidad una hoja de ruta que, a grandes rasgos, defina la secuencia de pasos para alcanzar el ob-

## La inflación del mes de mayo cae dos décimas hasta el 2,4%.

### 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	Mayo
PIB	1,9	1,5	1,6	1,3	0,7	-0,1	-	...
Ventas al por menor	0,9	-0,6	-0,5	-0,5	-1,3	-1,0	-2,7	...
Confianza del consumidor (1)	-14,2	-14,6	-10,7	-15,9	-20,6	-20,0	-19,9	-19,3
Producción industrial	7,4	4,7	4,0	3,9	-0,2	-1,6	-2,3	...
Sentimiento económico (1)	100,5	101,0	105,2	98,4	93,6	94,1	92,9	90,6
Tasa de paro (2)	10,1	10,2	10,0	10,2	10,6	10,9	11,0	...
Precios de consumo	1,6	2,7	2,8	2,7	2,9	2,7	2,6	2,4
Balanza comercial (3)	4,6	-20,6	-17,8	-23,1	-20,6	1,6	17,3	...
Tipo de interés euríbor 3 meses (%)	0,8	1,4	1,4	1,6	1,5	1,0	0,8	0,7
Tipo de cambio efectivo nominal del euro (4)	103,7	103,4	105,2	103,5	102,1	99,5	99,5	98,0

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.

jetivo de superación de la crisis. La ausencia de este plan estratégico está produciendo un aumento de incertidumbre que retroalimenta la desaceleración económica en una espiral viciosa.

### Alemania resiste la recesión europea

La desaceleración del comercio mundial y el incremento de las tensiones en la eurozona han incidido desfavorablemente en la recuperación de la economía alemana en los últimos meses. Así, numerosos indicadores, tanto reales como de opinión, han mostrado un empeoramiento. De esta forma, es previsible una notable moderación del crecimiento económico en el segundo trimestre después de una expansión intertrimestral del 0,5% en el periodo enero-marzo. Para el conjunto de 2012 situamos nuestra previsión en un aumento anual del PIB del 0,8%, que contrasta con un retroceso de la eurozona.

El avance de la economía alemana cuenta con el impulso de la demanda interna. El

consumo de las familias se sostiene por la creación de ocupación y la perspectiva de un aumento de la renta disponible. En efecto, en abril continuó incrementándose el nivel de ocupación y la tasa de paro se redujo hasta el 5,4%, la menor cota de las últimas décadas. La demanda de empleo, medida por el indicador BA-X, presenta una cierta pérdida de fuelle, pero se coloca en niveles altos. También la inflación, que se situó por debajo de la cota del 2% en mayo por primera vez desde diciembre de 2010, dio una alegría. De este modo, la confianza del consumidor mejoró un poco en mayo y se consolidó en una zona sensiblemente por encima del promedio histórico.

Así, las ventas minoristas se elevaron el 0,6% en abril en relación con el mes anterior en términos reales, desestacionalizados y corregidos de calendario. No obstante, las ventas de automóviles en mayo cayeron el 4,8% respecto al mismo mes del año anterior. En conjunto, es de esperar que el consumo de los hogares siga creciendo, si bien a un ritmo lento. En cuanto a la inversión, aunque los bajos niveles de

**La ausencia de una hoja de ruta para la zona del euro incrementa la incertidumbre sobre la trayectoria económica.**

**Es previsible que la economía germánica se desacelere notablemente en el segundo trimestre.**

**La tasa de inflación alemana baja por debajo del 2% y refuerza la confianza del consumidor.**

## LA DEMANDA DE EMPLEO PIERDE VIGOR, PERO SIGUE APOYANDO EL CONSUMO

Índice de empleo BA-X (\*)



NOTA: (\*) Datos desestacionalizados.

FUENTES: Bundesagentur für Arbeit y elaboración propia.

## 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	Mayo
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	0,9	...
Producción industrial	10,1	8,0	8,0	8,2	3,4	1,0	-0,7	...
Índice de actividad empresarial (Ifo) (*)	107,8	111,3	114,1	109,7	106,9	109,3	109,9	106,9
Tasa de paro (**)	7,1	6,0	6,0	5,9	5,6	5,5	5,4	...
Precios de consumo	1,1	2,3	2,3	2,4	2,4	2,1	2,1	1,9
Balanza comercial (***)	154,9	158,1	158,7	159,0	158,1	162,7	166,3	...

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.

### Mayores aumentos salariales en Alemania podrían contribuir al relanzamiento del crecimiento europeo.

tipos de interés la estimulan, la intensificación de la incertidumbre en el último periodo tiende a frenarla. En abril, la producción industrial de bienes de equipo mostró un ascenso interanual del 1,3%, con tendencia a ralentizarse.

La vertiente exterior continúa reflejando la fortaleza competitiva de la economía alemana, a la que contribuyeron las reformas emprendidas en los últimos años. Así, en abril las exportaciones de mercancías aumentaron el 3,4% interanual, frente a un descenso del 1,0% de las importaciones. Con relación al mes anterior, las ventas al exterior bajaron el 1,7% en términos desestacionalizados y corregidos de calendario, mientras que las compras disminuyeron el 4,8%. De esta forma, el superávit comercial resultó de 14.400 millones de euros en el mes, con un alza interanual del 33,3%. Por su parte, el superávit por cuenta corriente se elevó el 49,3% en relación con abril de 2010.

Desde el punto de vista de la oferta, en abril se constató una contracción de la producción industrial en relación con el mes precedente. En el bimestre marzo-abril la producción del sector secundario

subió el 0,4% con relación al mismo periodo del año pasado. Por su parte, las entradas de pedidos retrocedieron el 1,9% en abril respecto al mes previo, pero en marzo-abril anotaban un aumento del 2,6% sobre los dos meses anteriores, gracias sobre todo a la demanda procedente de fuera de la zona del euro. La construcción en abril bajó el 6,0% respecto a marzo, tras el fuerte rebote en este mes. No obstante, las entradas de pedidos en marzo registraron una subida interanual del 6,0% en términos reales. En mayo la confianza se deterioró tanto en la industria como en la construcción y los servicios. Sin embargo, se mantenía por encima de los niveles normales en todos estos sectores.

Por otro lado, en las últimas semanas se han intensificado las voces que sugieren una mayor contribución de la economía germánica al relanzamiento del crecimiento europeo, lo que, a su vez, también beneficiaría a Alemania. Así, se han propuesto mayores aumentos salariales, en la medida en que los incrementos de productividad lo permiten, para aumentar la demanda y que así puedan elevarse las ventas de productos de los socios comerciales de la eurozona.

## Cambio de orientación de la política económica francesa

Los indicadores de opinión han tendido a empeorar en los últimos meses, afectados por la incertidumbre que rodea la resolución de la crisis de la eurozona, el mayor socio comercial de la economía francesa. Así, el clima de negocios en junio se debilitó ligeramente y se alejó todavía más de su nivel medio a largo plazo. En este marco, después del estancamiento del PIB galo en el primer trimestre, en el segundo prevemos que continúe una tónica similar, a lo sumo con un crecimiento muy modesto. En el conjunto del ejercicio mantendremos la proyección de una leve expansión.

Desde el lado de la demanda, el consumo de las familias se muestra débil en los primeros meses del segundo trimestre. El consumo de bienes subió el 0,6% en términos reales en abril respecto al mes anterior, pero fue debido a la energía, ya que el componente de las manufacturas bajó el 1,3% intertrimestral. En mayo la cifra de ventas minoristas disminuyó el 0,6% con relación al mes precedente en valores constantes y en el mismo mes las matriculaciones de automóviles se redujeron el 11,0% respecto a doce meses antes. Sin embargo, la confianza del consumidor, ayudada por el paulatino descenso de la inflación, conti-

nuó mejorando en mayo, si bien se situaba por debajo del nivel normal. Por otra parte, las perspectivas de la inversión no son buenas, dado que además la tasa de utilización de la capacidad productiva siguió cayendo en el segundo trimestre.

En cuanto al sector exterior, la demanda de exportaciones fue impulsada sobre todo por los países no comunitarios. De este modo, en el periodo febrero-abril las ventas al exterior de mercancías se elevaron el 0,3% con relación a los tres meses previos. No obstante, la correspondiente tasa registrada por las importaciones fue del 2,5%. Sin embargo, respecto a un año antes las exportaciones en los tres últimos meses disponibles subieron el 5,8%, frente al 3,4% de las importaciones.

Desde la óptica de la oferta, la panorámica es similar. La producción industrial se incrementó el 1,5% en abril respecto al mes anterior, pero el componente de manufacturas bajó el 0,7%. En el periodo febrero-abril la producción manufacturera se contrajo también el 0,7% con relación a los tres meses precedentes. Los pedidos industriales anotaron un aumento intertrimestral del 1,7% en abril gracias principalmente a la demanda exterior, pero se deterioraron en mayo. La producción de la construcción se incrementó el 2,3% en

**El consumo de las familias galas se muestra débil en los primeros meses del segundo trimestre, pero la confianza se recupera.**

**La demanda de exportaciones francesas es impulsada sobre todo por los países no comunitarios.**

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

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.

**El crédito a las empresas no financieras continúa desacelerándose en Francia.**

abril en relación con marzo, pero la confianza del sector siguió reduciéndose en junio. Por su parte, las viviendas iniciadas en abril registraron una caída interanual del 25,0%. La confianza de los servicios empeoró en junio y amplió la diferencia con el promedio histórico. Las perspectivas para la industria y los servicios solo eran moderadamente favorables a corto plazo.

En este marco, el desempleo continuó ascendiendo. Así, la tasa de paro alcanzó el 10,2% en abril. En contrapartida, el coste salarial del sector privado no agrícola se ralentizó hasta anotar un alza interanual del 2,1% en el primer trimestre.

Cabe señalar que la intensificación de la crisis de la deuda de los países periféricos de la eurozona apenas ha afectado a los bonos del Estado francés en el último periodo. Así, al final de la cuarta semana de junio el diferencial de rendimiento entre la deuda soberana francesa a diez años con la homóloga alemana se colocaba en unos 110 puntos básicos, bastante por debajo del nivel del comienzo del ejercicio y alejada del récord de 189 puntos básicos marcado en noviembre de 2011. No obstante, el crédito a las empresas no financieras en general siguió desacelerándose y en abril anotó un crecimiento interanual del 3,2%, 0,7 puntos menos que en marzo.

La amplia mayoría parlamentaria alcanzada por el Gobierno en las elecciones legislativas refuerza su política económica anunciada, que ha puesto el acento en la reorientación hacia el crecimiento. No obstante, se plantea el problema de conciliarla con el logro del objetivo de un déficit público del 3,0% en 2013 y del 0% en 2017. Se ha propuesto una nueva política de financiación de la economía al servicio del crecimiento, articulada en torno a tres ejes: la creación de una banca pública de inversión, así como la reforma del ahorro reglamentado y del sistema bancario. Pero por otra parte, los empresarios han mani-

festado su preocupación de que los aumentos de impuestos previstos y posibles restricciones a las empresas supongan un riesgo para las inversiones.

### **Las exportaciones frenan la caída de la actividad en Italia**

Los datos detallados de la contabilidad nacional transalpina del primer trimestre confirmaron la retracción intertrimestral del 0,8%, si bien la tasa de variación interanual fue revisada a la baja en una décima hasta el -1,4%. La demanda nacional tuvo una contribución a la variación intertrimestral del PIB de -1,7 puntos porcentuales. Dentro de ella, la inversión tuvo una aportación de -0,7 y el consumo de las familias de -0,6 puntos. En cambio, el consumo público contribuyó con 0,1 puntos. No obstante, la mayor aportación provino de la demanda exterior, que totalizó 0,9 puntos.

En los últimos meses se ha producido un empeoramiento de los indicadores económicos en general. Así, el clima económico se deterioró en mayo hasta la cota mínima desde abril de 2009. De este modo, es previsible que continúe la recesión. En este marco, revisamos ligeramente a la baja nuestra previsión de variación del PIB para 2012 hasta el -1,8%.

Por lo referente a la evolución de la demanda interna, el consumo de las familias sigue mostrándose débil. Así, las ventas de automóviles cayeron el 14,3% en mayo en relación con el mismo mes del año anterior. Además, la confianza del consumidor continuó disminuyendo en junio hasta marcar un nuevo nivel mínimo de las últimas décadas. Esta deriva se explica por la preocupación por la evolución del mercado de trabajo. En abril, el empleo bajó el 0,1% respecto al mes anterior en términos desestacionalizados y la tasa de paro siguió ascendiendo hasta el 10,2%. En consonancia, la retribución salarial por hora traba-

**Complicada conciliación de la orientación al crecimiento y el logro de los objetivos de déficit público.**

**Empeoran los indicadores económicos y revisamos ligeramente a la baja la previsión del PIB italiano para 2012 hasta el -1,8%.**

## 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	Mayo
PIB	1,8	0,5	1,0	0,4	-0,5	-1,4	-	...
Ventas al por menor	0,1	-1,1	-0,4	-1,5	-1,9	-0,1	...	...
Producción industrial	6,7	0,3	2,0	-0,2	-3,1	-5,4	-8,8	...
Tasa de paro (*)	8,4	8,4	8,1	8,5	9,1	9,8	10,2	...
Precios de consumo	1,5	2,7	2,6	2,8	3,4	3,3	3,3	3,2
Balanza comercial (**)	-30,0	-24,6	-34,1	-32,1	-24,6	-14,9	-12,3	...

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

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

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

jada tiende a ralentizarse y su variación interanual se colocó en 1,4% en abril. Tampoco son favorables a corto plazo las perspectivas de la inversión, ya que la confianza de las empresas está en horas bajas.

En este entorno, el sector exterior se configura como la tabla de salvación, pero los problemas estructurales de competitividad de la economía subalpina limitan su capacidad de arrastre. En abril, el déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente resultó de 1.138 millones de euros, con una reducción del 76,5% en relación con doce meses antes. Cabe señalar que la subbalanza de mercancías anotó un superávit de 596 millones de euros, frente a un déficit de 2.066 en abril de 2011.

Por otra parte, hacia mediados de junio la rentabilidad de las obligaciones del Estado a 10 años volvió a superar el 6% y el diferencial con las homólogas alemanas repuntó, debido al contagio por Grecia y España. No obstante, las medidas comunitarias rebajaron la tensión y al final de la cuarta semana de junio la prima de riesgo se situaba en 411 puntos básicos, lejos del récord de 550 alcanzado en noviembre de 2011. Es importante que los rendimientos de la deuda pública no se disparen, ya que la carga por los intereses podría ser insostenible.

Para ayudar a alcanzar los objetivos presupuestarios y propiciar el crecimiento económico, con la vista puesta en conseguir la confianza de los mercados, el Gobierno presidido por Mario Monti aprobó un nuevo paquete de medidas el 15 de junio. Entre las decisiones figuran: privatizaciones empresariales e inmobiliarias, desgravaciones fiscales para las empresas que contraten trabajadores altamente cualificados, facilidades para el relanzamiento de la construcción, relajación de la ley concursal, facilidades para la financiación de las infraestructuras, reforzamiento del sector energético, mayor transparencia de los gastos públicos y agilización de los procesos judiciales.

### Reino Unido: ¿compra de activos financieros por parte del banco central?

La publicación del dato desglosado del producto interior bruto del primer trimestre del año generó dudas sobre el proceso de recuperación de la actividad económica en el Reino Unido. El PIB fue revisado una décima a la baja hasta el -0,3% intertrimestral, dejando el crecimiento interanual en el -0,1%. La descomposición del mismo indica que el consumo privado se desace-

**La subbalanza de mercancías transalpina registra un superávit en abril.**

**Nuevo paquete de medidas de política económica para lograr los objetivos presupuestarios y propiciar el crecimiento.**

**El deterioro de la economía del Reino Unido se confirma.**

lera desde el 0,4% intertrimestral del trimestre anterior hasta el 0,1%. La sorpresa la provoca el aumento del gasto público con un 1,6% intertrimestral. Situación que debería revertir en los próximos trimestres debido a las políticas de austeridad implementadas por el Gobierno.

Un tema preocupante lo encontramos en el epígrafe de formación bruta de capital fijo con una caída de -0,3% intertrimestral. Con este ya son dos trimestres consecutivos de retroceso en la inversión en el Reino Unido. Con todo, las exportaciones sorprendieron positivamente con un aumento del 0,1% intertrimestral, y esto a pesar de la fortaleza de la libra y del deterioro del crecimiento en los principales socios comerciales del Reino Unido. Sin embargo, las importaciones crecieron un 0,4% intertrimestral.

Lanzando una mirada a los últimos cuatro trimestres, la economía del Reino Unido ha experimentado una ligera recesión. La caída en el PIB refleja no solo obstáculos internos (como por ejemplo, el ajuste fiscal y el deterioro de la renta disponible de las familias entre otros) sino, además, el im-

pacto de la situación en la Unión Europea y la desaceleración económica a nivel mundial. En cuanto a los sectores económicos que han mostrado mayor debilidad deben destacarse las manufacturas y el de la construcción, mientras que el sector de servicios ha aportado crecimiento en el último trimestre.

Algunos indicadores económicos invitan a la esperanza, como por ejemplo el dato de ventas minoristas del mes de mayo que, tras el descalabro del mes de abril, presentó un crecimiento del 1,4% intermensual. Sin embargo, es difícil pensar que esta mejora es sostenible, ya que la mayoría de indicadores adelantados apuntan en sentido contrario. Un buen ejemplo de ello es el índice de gestores de compras de manufacturas (PMI) del mes de mayo, que descendió hasta los 45,9 puntos, por debajo del nivel de 50, indicando contracción económica. De hecho, si el conjunto de indicadores macroeconómicos mantiene la tendencia actual, nos veríamos obligados a corregir a la baja nuestra previsión de crecimiento del PIB para este año, que actualmente se sitúa en el 0,6%. Ante la gravedad del deterioro económico, el Gobierno bri-

**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	Mayo
PIB	2,1	0,7	0,4	0,3	0,5	-0,1	-	...
Ventas al por menor	-0,3	0,7	0,4	-0,5	1,1	1,7	-1,1	2,4
Producción industrial	1,9	-1,2	-1,4	-1,6	-2,9	-3,0	-1,0	...
Tasa de paro (1)	4,5	4,7	4,6	4,8	4,9	4,9	4,9	4,9
Precios de consumo	3,3	4,5	4,4	4,7	4,7	3,5	3,0	2,8
Balanza comercial (2)	-96,3	-101,1	-98,7	-100,7	-101,1	-101,3	-105,0	...
Tipo de interés líbor 3 meses (3)	0,7	0,9	0,8	0,9	1,0	1,1	1,0	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	82,7

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.



tánico en combinación con el Banco de Inglaterra anunciaron planes para la creación de una línea de 10.000 millones de libras esterlinas para apoyar la concesión de crédito a las pequeñas y medianas empresas y a las familias.

Por otra parte, se publicaron las actas de una reunión de política monetaria del Banco de Inglaterra en la que se tomaron dos decisiones. En primer lugar, mantuvieron el tipo de interés oficial en el 0,5%. Además, cinco de los nueve miembros votaron en contra de una propuesta del gobernador del banco central, Mervyn King, de incrementar el programa de compra de activos. El acta recogió que la mayoría de miembros creen que será necesario un mayor estímulo monetario en los próximos meses, pero también resalta que estos preferían esperar al resultado de las elecciones legislativas en Francia y Grecia. Todos coinciden en que una de las amenazas más graves para la economía del Reino Unido es la interacción entre la incertidumbre generada por la crisis europea y su impacto en los mercados financieros que, en última instancia, se puede acabar traduciendo en una reducción del crédito a empresas y familias.

Los miembros del comité de política monetaria tendrán margen de sobra para aumentar el programa de compras de activos, pues el dato de la inflación del mes de mayo sigue su tendencia a la baja. El índice de precios al consumo retrocedió dos décimas hasta situarse en el 2,8% interanual, siendo el nivel más bajo de los últimos dos años y medio.

### **Europa emergente: tres cuestiones críticas en el paso del ecuador de 2012**

Con la mitad de 2012 discurrido, tres cuestiones siguen siendo las fundamentales a fin de establecer un cierto balance de

situación en Europa emergente: la intensidad del contagio financiero que la crisis de la deuda está comportando, la situación de Hungría y el grado de ralentización de la actividad.

Empezando por el primero de estos interrogantes, la evolución de la prima de riesgo, medida por la cotización de los *credit default swaps* del bono soberano a tres años, indica que el fuerte estrés financiero generado por la combinación de las dudas sobre las elecciones griegas y la incertidumbre sobre la situación de España e Italia (por tanto, entre principios de mayo y la actualidad) ha sido más apreciable en el caso de Hungría y Rumania y más moderado en los de Polonia, la República Checa y Eslovaquia. La situación de estos tres últimos países refleja una preocupación mínima en materia de solvencia del sector público y unos vínculos directos (tanto comerciales como financieros) con Grecia reducidos. Rumania contrasta precisamente en ese último aspecto, ya que la notable importancia de los bancos helenos en su mercado bancario nacional y unos vínculos comerciales estrechos están reflejándose negativamente en la prima de riesgo del país.

El caso de Hungría es más complejo. Como es conocido, fruto de unas necesidades de financiación exterior para 2012 relativamente elevadas (lejos, con todo, de una inmediata incapacidad para hacerles frente), ya en noviembre pasado el Gobierno solicitó asistencia financiera a la Unión Europea y al Fondo Monetario Internacional (FMI). Además, en un horizonte de más largo plazo, preocupaba a los mercados financieros una situación de endeudamiento público entre las más elevadas de la región (del orden del 80% del PIB).

Tras solicitar la financiación multilateral, las negociaciones se detuvieron debido a que el Gobierno sorprendió a finales de

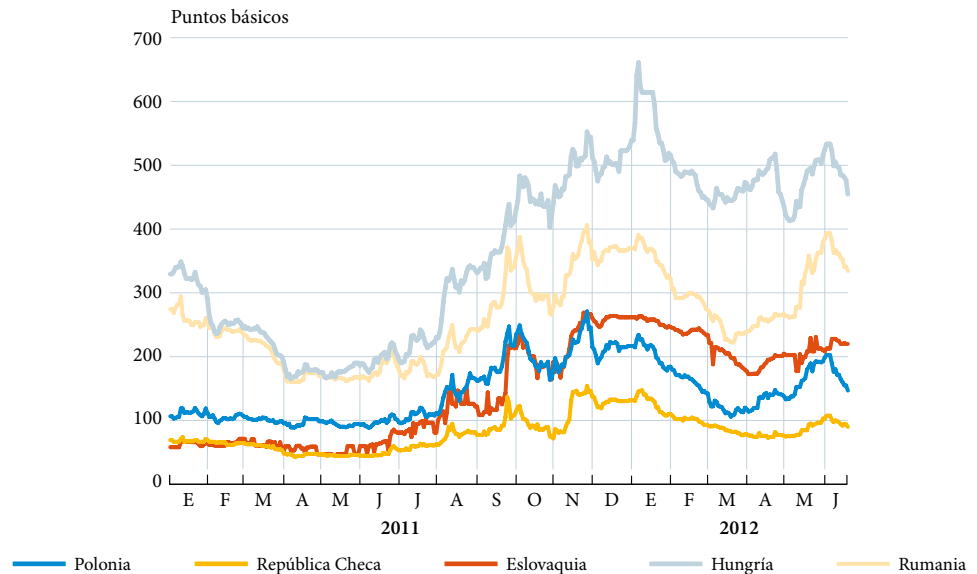
**En Europa emergente, preocupan el contagio de la crisis de la deuda, la situación de Hungría y la desaceleración económica.**

**Hungría y Rumania se ven más afectadas por el episodio de estrés financiero vivido tras las primeras elecciones griegas.**

**Las negociaciones de Hungría con los organismos internacionales pueden estar a punto de empezar...**

## LA CRISIS DE LA DEUDA EUROPEA AFECTA AL RIESGO-PAÍS DE HUNGRÍA Y RUMANIA

Cotizaciones del *credit default swap* de la deuda soberana a 3 años



FUENTE: Thomson Reuters Datastream.

**...tras cambios legales referidos al banco central y el anuncio de nuevas medidas de ajuste fiscal.**

2011 con la adopción de una nueva normativa restrictiva de la independencia del banco central húngaro. Asimismo, se constató una evolución presupuestaria falta de ajuste, provocando que las instituciones comunitarias, en el marco del procedimiento de déficit excesivo, decidiesen retirar parte del fondo de cohesión a partir del 1 de enero de 2013.

Tras meses sin excesivas concreciones, en las últimas semanas se han producido dos hechos relevantes que pueden allanar el camino de la ayuda financiera. En primer lugar, las conversaciones entre el banco central y el Gobierno han dado lugar a una enmienda de la legislación que será remitida al parlamento húngaro como máximo a principios de julio. Dicha legislación restituye competencias clave en materia de política monetaria al banco central. Sin esperar a la plena adopción de la nueva normativa, el Gobierno solicitará inmediatamente al FMI y a las instituciones comunitarias el reinicio de negociaciones formales.

**La actividad sigue a la baja en el segundo trimestre, intensificando la recesión de Rumania, Hungría y la República Checa.**

El segundo cambio relevante es el anuncio de una serie de medidas presupuestarias para 2012 y 2013 que la Comisión considera adecuadas para garantizar que el déficit público se situará en niveles inferiores al 3% del PIB. Como consecuencia, recomienda la suspensión de procedimiento de déficit excesivo y la no aplicación de la multa anteriormente comentada. Todo ello ha confirmado el escenario dominante entre los inversores financieros de que a finales del verano Hungría dispondrá de asistencia financiera internacional.

Bajo esta interpretación, se entiende que desde mediados de marzo (cuando el reinicio de las negociaciones se descontó en los mercados financieros) y hasta el 7 de mayo, la prima de riesgo magiar descendiese cerca de 100 puntos básicos. Desafortunadamente, en dicha fecha se conoció el resultado de las primeras elecciones griegas, abriéndose un periodo de fuerte aversión al riesgo. En este contexto, la evolución de la prima de riesgo indica que los inversores incluyen a la economía magiar

entre los eslabones débiles de la Unión. Ello se debe no solo a la situación fiscal del país, sino también a las expectativas de recaída en la recesión que se manejan.

Este último factor nos remite al tercero de los interrogantes con los que abrimos este apartado. Ante un escenario macroeconómico en la zona del euro notablemente incierto, y con los indicadores de actividad en las economías centrales de la Unión en franco deterioro, la cuestión de establecer el alcance del proceso de frenada de la actividad en Europa emergente se torna especialmente difícil. Cabe recordar que las cifras de crecimiento del primer trimestre sitúan en recesión (entendida como dos trimestres consecutivos con el PIB en retroceso) a Rumania y la República Checa, y en prácticamente esta situación, a Hungría. Solo escapan de la tónica de debilidad Polonia y Eslovaquia.

Los últimos indicadores de actividad sugieren que difícilmente el segundo tri-

mestre será mejor que los tres primeros meses del año. El más sintético de todos ellos, el de sentimiento económico, ha empeorado en abril y mayo en todos los países que aquí reseñamos, con la excepción de Rumania, que ha registrado una moderada mejora. El deterioro es mayor en el caso de Hungría y de la República Checa. Todo ello apunta a que, en el segundo trimestre, la República Checa seguirá en recesión mientras que Hungría entrará plenamente en esa misma situación. Rumania podría estar saliendo de la recesión en dicho segundo trimestre, mientras que Polonia y Eslovaquia crecerán en términos intertrimestrales, pero a cotas reducidas. A partir de aquí, cabría esperar una paulatina mejoría (ciertamente, lenta) en todos los países, con la probable excepción de Hungría, que debería notar plenamente los efectos del ajuste fiscal en marcha en la segunda mitad de 2012.

## Ganancias de competitividad para relanzar el motor exterior

Ante la debilidad de la demanda interna prevista para los próximos años, toda la atención se centra en el comportamiento del sector exportador español. Su dinamismo marcará la capacidad de recuperación de la economía. Sin duda, en un mercado cada vez más globalizado, la ganancia de competitividad será un factor clave para el impulso de las exportaciones. Tras años de marcado deterioro, recientemente se han observado avances en este sentido. Pero el recorrido de mejora de la competitividad es aún amplio. ¿Hasta dónde pueden impulsar las exportaciones estas ganancias de competitividad?

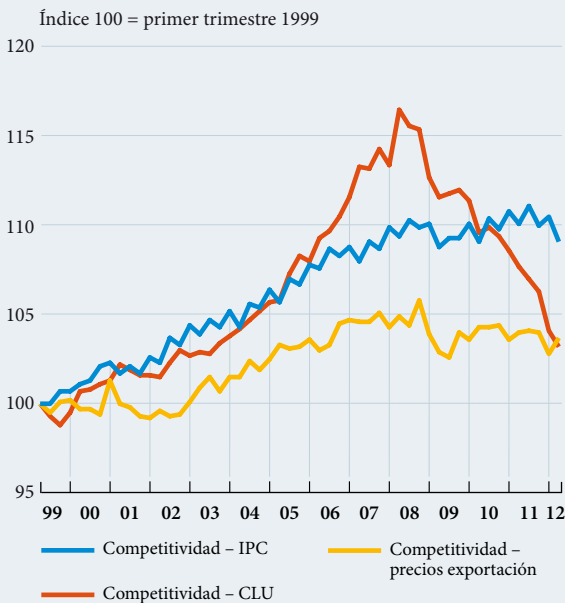
Los indicadores de competitividad más frecuentes suelen computarse a partir de la evolución de los precios o de los costes laborales por unidad de producto. Un aumento de estas variables por encima del registrado en el resto de economías deteriora la capacidad de exportar de un país y facilita la entrada de productos extranjeros en su mercado doméstico. Como consecuencia, su relevancia en el comercio internacional se puede ver reducida a largo plazo.

Este fue el caso de la competitividad española a partir de su incorporación a la zona del euro. Como muestra el gráfico siguiente de la izquierda, tanto los índices basados en la evolución relativa de los precios como de los costes coinciden en apuntar hacia una clara pérdida de competitividad respecto al resto de países de la Unión Monetaria Europea (UME) entre 1999 y 2008. Sin embargo, se observan diferencias entre ellos. Concretamente, la evolución de los costes laborales unitarios (CLU) relativos manifiesta una mayor volatilidad que la de los indicadores de

precios. Por lo que respecta a estos últimos, se aprecia un incremento del precio de los bienes españoles un 10% superior al de los europeos hasta 2008. Este diferencial se redujo hasta el 5% en el caso del precio de los productos exportados, por lo que la pérdida de competitividad de los bienes no comercializables fue mayor que la de los comercializables durante los años de expansión.

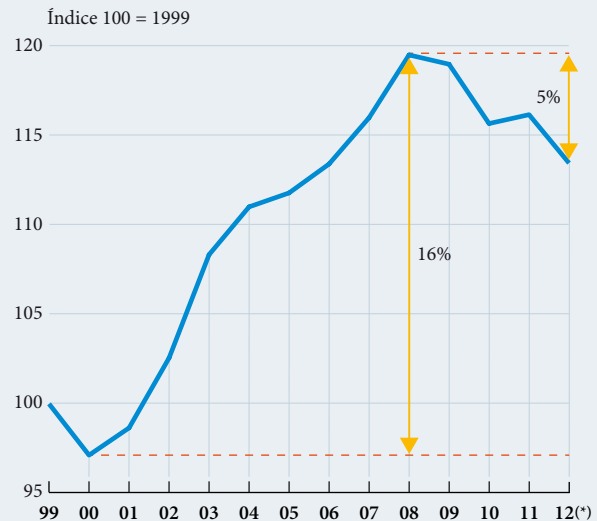
## PÉRDIDA DE COMPETITIVIDAD DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA DESDE LA INCORPORACIÓN A LA UME

Indicadores de competitividad respecto a la zona del euro



FUENTE: Banco de España.

Tipo de cambio efectivo real basado en el IPC respecto a los países industrializados



NOTA: (\*) El dato de 2012 muestra la caída registrada en el mes de enero.  
FUENTE: Bruegel.

Es por ello que, ante la importancia de poder reflejar con mayor precisión la competitividad real de una economía, algunos estudios proponen el uso de medidas de competitividad desagregadas que permitan tener en cuenta la distinta composición de los bienes comercializados.<sup>(1)</sup> Al mismo tiempo, otros procedimientos permiten refinar el cálculo de competitividad al distinguir los destinos de las exportaciones de un país y sus competidores en ellos. Este es el caso de los tipos de cambio efectivos reales que ponderan los precios –o los costes– relativos y los tipos de cambio en función de la presencia de cada país en los principales destinos exportadores. La evolución de estas medidas de mayor complejidad también muestra una pérdida de competitividad durante gran parte de la década pasada.

Pero, en este contexto, no deja de sorprender la evolución relativamente favorable de la cuota de las exportaciones españolas en el conjunto del comercio mundial. Desde la incorporación a la Unión Monetaria Europea (UME), en 1999, la presencia exportadora de España en el comercio mundial se ha reducido en apenas 2 décimas para situarse en el 1,7%. Dicha contracción, cercana al 10%, fue prácticamente la mitad de la registrada por la cuota exporta-

(1) Véanse Crespo Rodríguez, A *et al.* (2011), «Indicadores de actividad: la importancia de la asignación eficiente de los recursos», Banco de España, Boletín Económico Diciembre y De Broeck, M. *et al.* (2012), «Assessing Competitiveness Using Industry Unit Labor Costs: an Application to Slovakia». IMF Working Paper.

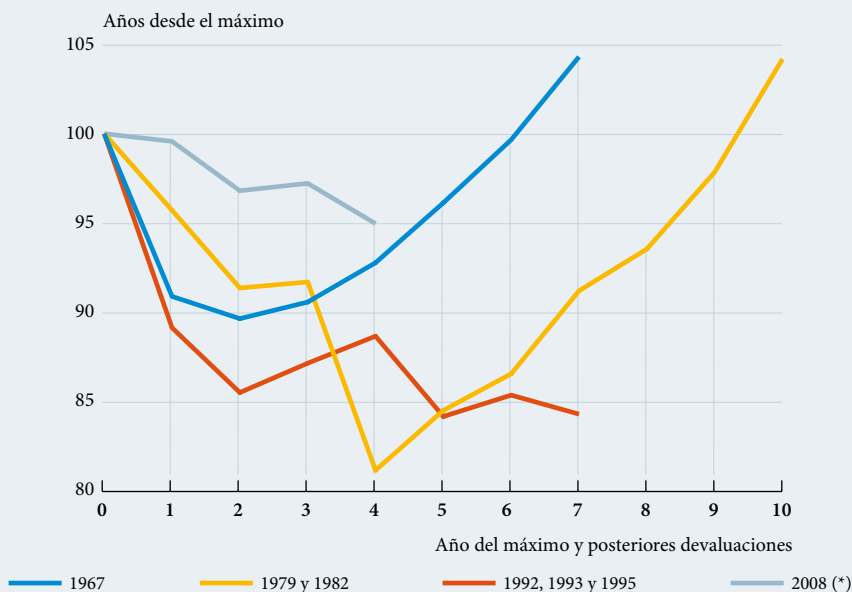
dora del conjunto de la zona del euro que, en 2011, se situaba en el 26,3% frente al 32,7% una década atrás. Este mejor comportamiento podría explicarse por la existencia de otros factores, además de la competitividad-precio, que también influyen en la cuota exportadora de un país tales como la calidad de sus exportaciones, la especialización sectorial o la destinación geográfica.

Este resultado, sin embargo, no debe ocultar que las ventas españolas al exterior siguen por debajo de su nivel potencial. Un claro ejemplo es el reducido peso de nuestras exportaciones de bienes con respecto al PIB, concretamente del 20,6% en 2011. Esta cifra es la menor entre las cuatro principales economías de la zona del euro, lejos del 43,0% que representa en Alemania o del 34,0% del conjunto de la unión monetaria.

El margen de crecimiento de nuestras exportaciones es, por lo tanto, amplio. Sin duda, una mejora de la competitividad ayudaría a ello. En efecto, según los principales modelos econométricos, la competitividad es, tras la evolución del comercio mundial, uno de los principales factores explicativos del comportamiento de las exportaciones españolas.<sup>(2)</sup> De hecho, según estas estimaciones, un incremento de la competitividad respecto a los países industriales, medida a través de la tasa de cambio efectiva real de los precios, de un 1% representa un aumento del nivel de las exportaciones reales a largo plazo entre el 0,6% y el 1,3%. Ello significa, por ejemplo, que si el índice de competitividad volviera al nivel precedente a la incorporación a la zona del euro, las exportaciones reales aumentarían entre el 8,4% y el 18,3% respecto al nivel de 2011. En este caso, el peso de las exportaciones de bienes se elevaría hasta una horquilla comprendida entre el 22,3% y el 24,4% del PIB, un nivel superior al francés y a la par con el italiano.

### LA MEJORA DE LA COMPETITIVIDAD ES MÁS LENTA QUE EN EPISODIOS ANTERIORES

Tipo de cambio efectivo real basado en el IPC respecto a los países industrializados (índice, 100 = valor máximo)



NOTA: (\*) El último dato de 2012 muestra la caída registrada en el mes de enero.

FUENTE: Bruegel.

(2) Véase García C. *et al.* (2009), «Una actualización de las funciones de exportación e importación de la economía española», Banco de España. Documento de trabajo 0905.

Este escenario se basa en una mejora de la competitividad del 16% respecto al nivel de 2008. ¿Pero es posible una corrección de tal magnitud? Durante los últimos 50 años, se han observado importantes reducciones del índice de competitividad que, en algunos casos, superaron el 15%. En las ocasiones precedentes a la caída iniciada en 2008, estos descensos fueron el resultado de devaluaciones de la peseta, concretamente en 1967, 1979 y 1992. Sin embargo, las ganancias de competitividad fueron transitorias. A medio plazo eran neutralizadas por la elevada inflación resultante de la pérdida de valor de la moneda. Este fenómeno se observa claramente durante los años posteriores a las devaluaciones de 1967 y 1982. Tras la devaluación de 1995, en cambio, no se observa este efecto. La inflación controlada a niveles confortables debido, en gran parte, a la mayor disciplina fiscal explicaría esta diferencia.

Actualmente, la presencia de una política monetaria europea independiente no permite utilizar las devaluaciones como mecanismo de ganancia rápida de competitividad. Las reducciones del indicador son, en consecuencia, más lentas que anteriormente. El gráfico anterior así lo confirma. Entre 2008 y enero de 2012, la corrección del tipo de cambio efectivo fue del 5%, lejos de las caídas observadas anteriormente. Sin embargo, al responder a factores estructurales, probablemente el efecto de la corrección sea más duradero.

En definitiva, el margen de mejora es amplio. Sin embargo, para seguir avanzando en esta dirección es necesario emprender reformas estructurales. Los últimos informes de la Comisión Europea y del Fondo Monetario Internacional hacen especial hincapié en este aspecto. Entre las medidas que proponen destacan aquellas que aumentan la competencia en los mercados de bienes y de servicios, facilitan la reasignación de recursos hacia los sectores de bienes comercializables, potencian la innovación, ayudan al crecimiento de las empresas y eliminan fricciones en el mercado laboral. Sin duda no es una tarea fácil, pero sus beneficios, a través de la consolidación del sector exterior como motor económico del país, pueden ser muy elevados.

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

# MERCADOS FINANCIEROS

## Mercados monetarios y de capital

### Continúan las dificultades

Finaliza el primer semestre del año y las claves de los mercados financieros internacionales siguen siendo las mismas que a su inicio: la crisis poliédrica de la eurozona y la debilidad del ritmo de crecimiento de la economía global. Estos dos frentes han ido alternando desde hace tiempo fases de pesimismo y esperanza a ritmo desigual. En el último mes, ambos han evolucionado de manera preocupante. En el caso de la eurozona, la vicisitudes de las elecciones presidenciales en Grecia y la evolución del sistema bancario español han acaparado el flujo de noticias cotidiano. Pero en el trasfondo, lo que aflora es la intensificación de los riesgos económicos para el conjunto de la región, y la sensación de falta de rumbo de los políticos para solventar la crisis. A este respecto, en el transcurso del mes de junio se han multiplicado los encuentros entre los líderes de los distintos países, con las miras puestas en el Consejo Europeo de los días 28 y 29 de junio. En cuanto al pulso de la actividad en las principales economías mundiales, han predominado las sorpresas negativas. Los inversores han reaccionado con prudencia y moderación, en parte gracias a que las autoridades monetarias están haciendo uso de políticas expansivas para reducir la probabilidad de una caída brusca del crecimiento.

### Los bancos centrales, de nuevo a escena

En el escenario económico global que se perfila, el papel de las autoridades monetarias vuelve a ganar protagonismo. No obstante, y atendiendo a la excepcional si-

tuación en términos de la acumulación de deuda en algunos países, es necesario que los respectivos gobiernos desarrollen políticas acordes con el fin de asegurar la estabilidad financiera, monetaria y económica. Por ello, los bancos centrales de regiones clave como Estados Unidos y la eurozona están transmitiendo a los mercados un mensaje claro de compromiso y voluntad de adaptación de sus medidas al entorno, pero al mismo tiempo urgen a los líderes políticos a afrontar sus propios desafíos.

En el caso de la eurozona, la actitud del Banco Central Europeo (BCE) se está caracterizando por la cautela. Las declaraciones de los miembros de la entidad se centran en explicar y defender la estrategia vigente de política monetaria, y en realizar continuos llamamientos al esfuerzo de los gobiernos de cara a progresar en la integración bancaria y fiscal de la región. Este fue precisamente el mensaje que el presidente del BCE, Mario Draghi, quiso transmitir con motivo de la reunión periódica de la institución. En este sentido, el discurso de Draghi cumplió con las expectativas creadas, dado que sirvió para reiterar con detalle el mensaje firme y claro de las últimas semanas. Según explicó, en base al análisis de la situación económica y monetaria de la región, el BCE decidió que no hay motivos para alterar el tipo de interés de referencia, situado en el 1%. No obstante, aunque las estimaciones de crecimiento de la entidad para este año se mantienen con respecto a marzo, los responsables del BCE son conscientes de la existencia de varios riesgos que amenazan la estabilidad. Entre ellos destacan el incremento de las tensiones en los mercados financieros

**La incertidumbre sobre la eurozona centra la atención.**

**El papel de los bancos centrales es crucial en el contexto actual.**

**El BCE se muestra firme a la hora de exponer su postura frente a la crisis soberana.**

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

(alimentadas por la incertidumbre en torno a las necesidades de recapitalización de la banca europea) y el eventual encarecimiento a medio plazo de las materias primas. Es por ello que la entidad, en palabras de Draghi, «vigila muy de cerca» todos los eventos y «están listos para actuar». Sin embargo, parece baja la probabilidad de un recorte de los tipos de interés en el corto plazo, puesto que apenas afectaría a la dinámica en la que está inmersa la economía de la región. En cuanto a la participación del BCE en el mercado secundario de deuda, el banco central mantuvo su postura de abstenerse salvo que la situación financiera de la eurozona se tornara extremadamente negativa. Igualmente, descartó la realización de otra subasta de liquidez a 3 años, pero por el contrario amplió las facilidades de financiación a 1 y 3 meses para la banca europea hasta enero de 2013.

**Desde el BCE se incentiva a la creación de la unión bancaria europea.**

Al hilo de los acontecimientos de las últimas semanas relacionados al sector bancario, el BCE ha animado a la creación de la unión bancaria y de un fondo de garantía de depósitos unificado en la región, que permitan hacer frente a adversidades crediticias futuras y restaure la confianza de los inversores sobre la solvencia del sistema. De igual manera, apela a la flexibilización de las capacidades de los fondos de rescate europeos (FEEF y MEDE) para inyectar fondos a la banca de forma directa, evitando la intermediación de los gobiernos y su impacto sobre las cuentas públicas. El BCE reconoce que estos pasos no son fáciles, dado que requieren que los líderes políticos adopten medidas políticamente ambiciosas y desarrollen estrategias con objetivos a largo plazo.

**La Fed persigue estimular la economía con la ampliación de la «Operación Twist».**

En Estados Unidos, la Reserva Federal (Fed) ha saldado el debate sobre la necesidad de nuevos estímulos monetarios, ampliando la vida de la «Operación Twist». La modesta evolución de las principales partidas del PIB durante los últimos meses y la debilidad que se percibe en el contexto econó-

mico y financiero global, han determinado una rebaja de las estimaciones que realiza la institución para el crecimiento de los próximos trimestres (desde 2,7% a 2,2% en 2012). Según apunta, en este entorno es previsible que la dinámica del mercado laboral también se vea afectada negativamente, manteniéndose la tasa de desempleo por encima del 8% durante este año. En base a estas proyecciones, la Fed ha mantenido los tipos de interés en el rango del 0%-0,25%. Adicionalmente, decidió ampliar el plazo de duración de la conocida como «Operación Twist», hasta finales de 2012. Con este programa, cuyo fin estaba previsto para junio, la entidad pretende seguir extendiendo la duración medida de su cartera de deuda y reducir (aún más si cabe) los tipos de interés a largo plazo. A través de la compra de bonos del Tesoro americano a largo plazo y la venta de aquellos con un vencimiento inferior a 3 años, la Fed persigue flexibilizar las condiciones de financiación del sector privado. Asimismo, intenta disipar cualquier amenaza deflacionista sobre la economía. El uso de esta herramienta permite a la Fed mantener el tamaño de su balance, eludiendo los incrementos que se producirían con la aplicación de otras medidas de carácter cuantitativo.

En el terreno de los países emergentes, la fase de desaceleración que atraviesan la mayoría de sus economías empuja a los responsables de los bancos centrales a transmitir mensajes más agresivos a los mercados financieros que en el caso de la Fed y el BCE. La actuación ordenada y predecible de las autoridades es bien recibida por los inversores, que pueden adaptar sus expectativas de rentabilidad en base a la información económica recibida. La publicación de datos de actividad débiles de las últimas semanas y la paulatina moderación de la inflación, son los principales argumentos que justifican la continuidad del carácter expansivo de las medidas monetarias de estos países. En junio se



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

En porcentaje anual

	Zona del euro			Estados Unidos		Japón	Reino Unido		Suiza
	Subastas BCE (2)	Euríbor (5)		Nivel objetivo de Reserva Federal (3)	Tres meses (5)	Tres meses (5)	Tipo de intervención Banco de Inglaterra (4)	Tres meses (5)	Tres meses (5)
		Tres meses	Un año						
<b>2011</b>									
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
<b>2012</b>									
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	1,00	0,67	1,23	0,25	0,47	0,20	0,50	0,99	0,13
Junio (1)	1,00	0,66	1,21	0,25	0,47	0,20	0,50	0,92	0,14

NOTAS: (1) Día 22.

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

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

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

(5) Tipo de interés interbancario.

FUENTES: Bancos centrales nacionales, Bloomberg y elaboración propia.

han producido nuevos movimientos en dos de las principales economías emergentes, China y Brasil. Por primera vez desde que comenzara la etapa de relajamiento (hasta ahora protagonizada por medidas cuantitativas), el banco central chino recortó el tipo de interés oficial en 25 puntos básicos hasta el 6,31%, en un intento por combatir la flaqueza de la economía y dinamizar los flujos de crédito hacia el sector privado. Igualmente, la autoridad brasileña ajustó por séptima vez consecutiva los tipos de interés hasta el nivel mínimo de 8,5%.

En este contexto, los tipos de interés interbancarios de Estados Unidos y de la euro-

zona apenas han registrado variaciones de consideración. En el entorno europeo, las turbulencias derivadas de la incertidumbre política en Grecia y de la necesidad de recapitalización de la banca española, han sido compensadas por la red de seguridad dispuesta por el BCE (a través de las LTRO de diciembre y febrero) y los gobiernos. Gracias a esta protección, los tipos de interés euríbor a 12 meses han mantenido una suave trayectoria bajista, situándose de nuevo en los niveles de abril de 2010 (previo a que el BCE comunicara el inicio de una normalización monetaria que luego fue abortada).

**China baja tipos por primera vez en cuatro años.**

**Los tipos de interés interbancarios muestran una gran estabilidad.**

## Presiones severas sobre la deuda soberana española.

## España sigue sufriendo rebajas de rating.

### Las rentabilidades de las deudas española e italiana, en «alerta roja»

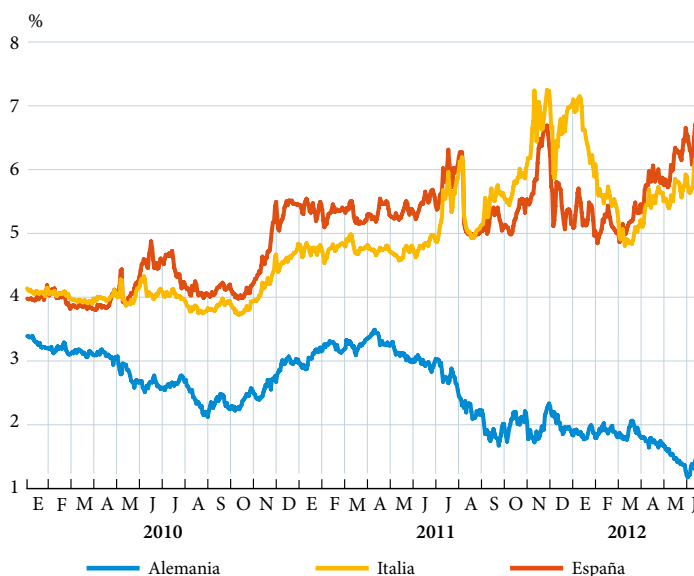
Como ya ocurriera en mayo, las dudas sobre la solidez y estabilidad de la eurozona han dominado el sentimiento de los inversores durante gran parte de junio. El mes comenzaba con un brusco aumento de las tensiones a resultas de la posible salida de Grecia del euro y los crecientes recelos sobre la salud del sistema bancario de España. En el transcurso de las semanas, y al hilo de las múltiples citas políticas que han tenido lugar, el grado de nerviosismo ha ido fluctuando, pero siempre en cotas altas. Por lo que respecta a Grecia, el partido ganador de las elecciones ha logrado formar un gobierno de coalición que apoya la permanencia del país en la Unión Monetaria. En cuanto a España, el Gobierno ha obtenido el respaldo del Eurogrupo para afrontar las necesidades de recapitalización del sector bancario. El crédito acordado asciende hasta 100.000 millones de euros, y bajo unas condiciones que se de-

terminarán a lo largo de julio. Aunque ambos acontecimientos suponen superar obstáculos que inicialmente parecían problemáticos, lo cierto es que la reacción positiva de los mercados fue efímera, de manera que las tensiones (en forma de ampliación de primas de riesgo) no tardaron en volver. La explicación se encuentra en la desconfianza que sigue planeando sobre la viabilidad a largo plazo de la Unión Monetaria. De ahí la relevancia que ha adquirido el debate sobre las fórmulas para mejorar su funcionamiento, en particular las propuestas para avanzar hacia una unión fiscal, una unión bancaria y, en última instancia, una unión política.

Lógicamente, en este contexto, el ánimo de los inversores se ha caracterizado por la prudencia, lo que finalmente se ha traducido en un nuevo castigo a la deuda soberana de los países de la periferia europea, y en concreto España. A esta penalización también han contribuido las rebajas de la calificación crediticia que las principales

### LA YIELD DE LA DEUDA DE ESPAÑA EN MÁXIMOS HISTÓRICOS

Rentabilidad de la deuda pública a 10 años



FUENTE: Bloomberg.

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

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

	Alemania	Francia	España	Italia	Estados Unidos	Japón	Reino Unido	Suiza
<b>2011</b>								
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
<b>2012</b>								
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	1,20	2,36	6,56	5,90	1,56	0,82	1,57	0,55
Junio (*)	1,60	2,68	6,74	5,78	1,63	0,82	1,74	0,60

NOTA: (\*) Día 22.

FUENTE: Bloomberg.

agencias realizaron tanto del Reino de España como de gran parte de las entidades financieras locales. Así, la rentabilidad del bono español a 10 años llegó a superar la barrera del 7% durante varias sesiones, y el diferencial con el *bund* alemán rebasó con creces los 500 puntos básicos, nivel máximo desde la entrada del euro.

Como resultado de la búsqueda de seguridad por parte de los inversores, las tasas de rentabilidad de la deuda soberana de las economías más solventes, como Estados Unidos, Alemania y Reino Unido, continuaron inmersas en la tendencia bajista iniciada hace varios trimestres, llegando a marcar nuevos mínimos. En el caso de las obligaciones norteamericanas a 10 años, la *yield* descendió hasta el 1,60%. Esta circunstancia se justifica, además de por la preferencia de los inversores particulares por activos financieros considerados seguros, por otros factores como la compra de deuda por parte de los bancos centrales

(tanto de países desarrollados como emergentes) y por el cambio del marco regulatorio en el sector financiero, que promueve políticas de acotación de riesgos.

### El euro, en el centro de todos los debates

Tal como se ha señalado, la evolución de los acontecimientos políticos en Grecia, la ayuda al sistema bancario español y el debate sobre la refundación de la UEM han alimentado oscilaciones en las primas de riesgo de múltiples activos financieros, que se han visto bien reflejadas en la cotización del euro. En el transcurso del mes, el tipo de cambio del euro se ha movido bajo un tono de debilidad alrededor de 1,25 dólares, consolidando por lo tanto la intensa depreciación que experimentó en mayo. De hecho, tomando una perspectiva más amplia de la evolución de la divisa europea se aprecia claramente que desde

**La aversión al riesgo reduce las *yields* de los países más solventes.**

**El euro no se recupera de la fuerte depreciación de mayo.**

22-06-12

	Tipo de cambio	% variación (*)		
		Mensual	s/diciembre 2011	Anual
<b>Frente al dólar de EE. UU.</b>				
Yen japonés	80,3	0,5	4,3	0,0
Libra esterlina	0,641	-1,1	0,3	-3,1
Franco suizo	0,956	0,9	1,9	12,2
Dólar canadiense	1,028	0,7	0,6	5,2
Peso mexicano	13,836	-0,5	-0,7	14,8
<b>Frente al euro</b>				
Dólar de EE. UU.	1,256	1,0	3,1	12,5
Yen japonés	100,9	-0,5	1,2	-14,2
Franco suizo	1,201	0,0	-1,3	-0,3
Libra esterlina	0,806	0,1	-3,4	-10,9
Corona sueca	8,801	-3,3	-1,3	-3,8
Corona danesa	7,434	0,0	0,0	-0,3
Zloty polaco	4,255	-2,3	-5,0	6,4
Corona checa	25,77	1,9	0,7	5,7
Forint húngaro	287,1	-4,3	-9,7	6,8

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

FUENTE: Bloomberg.

### El repunte de las tensiones en Europa genera temor entre los inversores y los emisores de renta fija privada.

febrero se ha intensificado la tendencia de depreciación del euro frente al dólar. A este proceso de pérdida de valor del euro han contribuido factores como la aversión al riesgo vinculada a la crisis de deuda de la eurozona, la salida de flujos de capitales de activos denominados en euros, y la mejora comparativa de las proyecciones económicas en otras áreas geográficas.

En otros ámbitos del mercado de divisas, destaca la continuidad del proceso de depreciación frente al dólar de la mayoría de monedas emergentes, achacable a la fase de desaceleración económica y relajamiento monetario que atraviesan. En un hecho especialmente remarcable, las autoridades chinas han situado el cruce oficial entre el yuan y el dólar en niveles claramente más depreciados que los prevalentes a principios de año.

### Los mercados de renta corporativa se resienten ante la crisis

Como en los dos meses anteriores, el clima de los mercados de deuda privada ha seguido dominado por la inestabilidad de la periferia europea. Como era previsible, el repunte de las tensiones en el seno de la eurozona fue inicialmente secundado por un incremento de los *spreads* de crédito a nivel global. Dando paso posteriormente a una fase de moderada relajación en los principales índices, tras la marcha favorable de los acontecimientos. En este escenario han confluído dos tendencias combinadas. De una parte, los inversores confusos ante el flujo de noticias provenientes de la eurozona. De otra, las compañías recelosas a acudir a los mercados en búsqueda de fondos por temor a enfrentarse a unos costes de financiación elevados. Esta situación ha derivado, a su vez, en dos efectos. El primero ha sido la salida

neta de flujos de capital en fondos de renta fija europea hacia otros mercados menos expuestos a la coyuntura de la crisis soberana. Y el segundo, la diáspora de emisores a los mercados norteamericanos, atraídos por los reducidos tipos de interés de financiación allí prevaletentes.

Desde el punto de vista sectorial, nuevamente el sector financiero europeo ha sido el más castigado por la coyuntura actual. A las dificultades crediticias suscitadas por la crisis de la región y por el endurecimiento de la regulación del sector, se unieron las revisiones a la baja del *rating* de muchas de las entidades de la eurozona, destacando los descensos de calificación efectuados sobre la banca española.

La otra cara de la moneda está representada por los mercados de renta corporativa de los países del sudeste asiático. El impacto de los sobresaltos de la crisis de la eurozona y el temor a la caída del crecimiento económico en Estados Unidos y en China ha sido relativamente moderado. La resistencia de

estos mercados ha provocado la afluencia de inversores extranjeros atraídos por el binomio de rentabilidad y seguridad que ofrecen las nuevas emisiones, tanto de bonos soberanos como corporativos.

### Las bolsas capean a duras penas las adversidades

Aunque el primer semestre del año ha finalizado con un balance negativo para la mayoría de las bolsas internacionales, el mes de junio se ha caracterizado por la relativa mejora de los índices. La reducción de los temores a que Grecia saliera del euro y la asistencia de la eurozona en la recapitalización del sistema bancario español marcaron un punto de inflexión en la trayectoria de la apetencia por el riesgo de los inversores. Si bien todavía quedan por resolver aspectos de especial relevancia en la eurozona, los agentes han sabido valorar los esfuerzos de los dirigentes políticos en materia fiscal y financiera. Esta consideración ha logrado, en gran

**Las agencias de *rating* revisan a la baja la calificación crediticia del sector bancario europeo.**

**Las bolsas internacionales recuperan terreno, aunque en precario.**

## CONTINÚA EL CASTIGO A LA BANCA EUROPEA EN LAS BOLSAS

Índices EuroStoxx 50 y EuroStoxx Banca



FUENTE: Bloomberg.

## Los inversores vigilan el proceso de rescate de la banca española.

medida, contrarrestar el efecto negativo del empeoramiento de los datos de actividad económica global.

La evolución de los índices bursátiles ha variado dependiendo de la exposición de las compañías cotizadas a las injerencias de la crisis europea. Así, el S&P 500 ha logrado estabilizar su trayectoria gracias a la continuidad de las buenas perspectivas de beneficios empresariales y a las garantías de liquidez de la Fed. En el caso de las bolsas de los países emergentes, la evolución de los índices ha estado vinculada a los distintos episodios de flexibilización monetaria de sus economías y a la búsqueda de rentabilidades más seguras por parte de inversores extranjeros.

Por lo que respecta a la eurozona, en junio se ha producido una mejora neta de la mayoría de los índices, aunque desde niveles de capitalización que siguen siendo

muy bajos. El Ibex 35 experimentó una subida cercana al 10% desde los mínimos de mayo, circunstancia que no ha evitado la extrema vigilancia de los inversores. Además del deterioro de la confianza de la capacidad de la economía española para cumplir con los compromisos presupuestarios impuestos por la Unión Europea, se sumaron los daños sobre la salud de los balances de las entidades financieras locales (donde la presencia de deuda pública y activos inmobiliarios es muy elevada) y las rebajas de calificación crediticia de España y de gran parte de los bancos. Sin embargo, la confirmación del apoyo de los socios comunitarios al sistema bancario español con un préstamo de hasta 100.000 millones de euros, y el posterior anuncio de las necesidades de capitalización del sector por parte de las empresas de valoración externas por importe de 62.000 millones de euros, dieron un respiro a la deteriorada cotización del sector.

## ÍNDICES DE LAS PRINCIPALES BOLSAS MUNDIALES

22-06-2012

	Índice (*)	% variación mensual	% variación acumulada	% variación anual
Nueva York				
<i>Dow Jones</i>	12.573,6	0,6	2,9	3,8
<i>Standard &amp; Poor's</i>	1.325,5	0,7	5,4	3,0
<i>Nasdaq</i>	2.859,1	0,7	9,7	7,1
Tokio	8.798,4	0,8	4,1	-8,6
Londres	5.524,6	2,2	-0,9	-4,3
Zona del euro	2.195,4	0,1	-5,2	-21,5
<i>Fráncfort</i>	6.297,9	-2,1	6,8	-13,5
<i>París</i>	3.098,0	0,5	-2,0	-20,0
<i>Ámsterdam</i>	299,1	1,1	-4,3	-10,5
<i>Milán</i>	13.816,9	2,7	-8,4	-31,0
<i>Madrid</i>	6.891,0	3,4	-19,6	-32,6
Zúrich	5.995,2	1,4	1,0	-1,9
Hong Kong	18.995,1	-0,2	3,0	-13,1
Buenos Aires	2.311,4	3,2	-6,1	-30,7
São Paulo	55.957,4	1,7	-1,4	-8,6

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

FUENTE: Bloomberg.

## Actividad económica

### ¿Rescate?

Según la Real Academia Española, rescatar es la acción de liberar de un peligro, daño, molestia u opresión. Ante el recelo a que el resultado de las elecciones griegas pudiera, eventualmente, conducir a la salida de la economía helena del euro, hecho que hubiera dificultado la viabilidad de las importantes necesidades de financiación de España e Italia en los próximos meses, el Eurogrupo decidió, ante la petición española, habilitar un préstamo de hasta 100.000 millones de euros para recapitalizar la banca española, y así poder disipar al menos el otro gran foco de incertidumbre en Europa: la capa-

cidad del sistema financiero español para hacer frente a un escenario adverso.

El préstamo del Eurogrupo libera al Estado español de poner por sí mismo una cantidad tan elevada a disposición de los bancos que necesiten capital. Además, en el hipotético caso de que España lo hubiera hecho ella sola, probablemente hubiera tenido que acudir a los mercados. Dada la incertidumbre sobre las elecciones griegas y las necesidades de capital de la banca española, el Estado hubiera tenido que pagar, antes del rescate, una rentabilidad muy elevada. Por ejemplo, el tipo de interés del bono a 10 años se sitúa por encima del 6%, un nivel prohibitivo de mantenerse en el tiempo. De

**Europa habilita un préstamo para recapitalizar la banca española.**

### INDICADORES DE DEMANDA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2010	2011	2011			2012		
			II	III	IV	I	Abril	
<b>Consumo</b>								
Producción de bienes de consumo (*)	0,8	-1,0	-0,8	0,7	-2,2	-3,6	-7,7	...
Importación de bienes de consumo (**)	-9,5	-2,2	-8,7	1,2	0,4	-6,1	...	...
Matriculaciones de automóviles	3,1	-17,7	-26,4	-0,7	-5,5	-1,9	-21,7	-8,2
Crédito al consumo de bienes duraderos	-12,3	-9,9	-10,1	-4,4	-10,4	-12,8	-	...
Indicador de confianza de los consumidores (***)	-20,9	-17,1	-16,1	-15,8	-16,8	-24,6	-28,6	-33,2
<b>Inversión</b>								
Producción de bienes de equipo (*)	-3,3	0,8	2,5	2,6	-4,8	-10,3	-14,9	...
Importación de bienes de equipo (**)	6,5	-3,1	-4,9	-1,5	-7,2	-11,5	...	...
Matriculación de vehículos industriales	7,0	-6,6	-11,2	5,8	-15,1	-19,1	-25,1	-28,4
<b>Comercio exterior (**)</b>								
Importaciones no energéticas	10,3	1,0	-0,7	0,8	-3,1	-8,7	...	...
Exportaciones	15,6	10,1	9,0	10,9	5,4	-0,3	...	...

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.

**La falta de detalles sobre el acuerdo no permite disipar la incertidumbre.**

aquí el vínculo entre las necesidades del sector privado (bancos) y el público (Estado).

Una de las grandes ventajas del préstamo es que, en principio, el tipo de interés que se fijará será significativamente inferior, entre el 3% y el 4%. Sin embargo, si es finalmente articulado a través del Fondo de Reestructuración Bancaria Ordenada (FROB), computaría como deuda pública (ya que el Reino de España sería el garante último) y los intereses a déficit (aunque puede darse la posibilidad de que se facilitase un periodo de carencia por el cual no se pagasen intereses en los primeros años). Dado que precisamente son la deuda y el déficit dos de las variables clave para de-

terminar la solvencia de un país, los inversores exigieron mayor rentabilidad a los bonos españoles (más del 7%) y la prima de riesgo aumentó hasta los 575 puntos básicos, lo que dificulta las próximas emisiones de deuda del Estado.

El párrafo anterior ilustra la importancia de la letra pequeña del acuerdo, que se conocerá el 9 de julio, previsiblemente. Aunque lo que parece claro, a tenor de los análisis de la Comisión Europea y el Fondo Monetario Internacional (FMI), es la necesidad de romper el vínculo entre la deuda privada y la pública. Al menos, en principio la incertidumbre debería disminuir, ya que en Grecia los partidos partidarios de per-

## INDICADORES DE OFERTA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2010	2011	2011			2012		
			II	III	IV	I	Abril	Mayo
<b>Industria</b>								
Consumo de electricidad (1)	2,9	-1,1	0,5	-1,1	-4,0	-2,1	-1,0	-3,2
Índice de producción industrial (2)	0,8	-1,4	-1,1	-1,4	-5,0	-5,8	-8,3	...
Indicador de confianza en la industria (3)	-13,8	-12,5	-10,7	-14,4	-16,5	-14,8	-17,5	-15,6
Utilización capacidad productiva (4)	72,0	73,3	74,7	73,3	72,7	72,5	73,4	-
Importación bienes interm. no energ. (5)	24,6	3,1	3,8	0,9	-4,0	-9,6	...	...
<b>Construcción</b>								
Consumo de cemento	-15,4	-16,2	-15,7	-21,0	-26,8	-31,3	-41,1	...
Indicador de confianza en la construcción (3)	-29,7	-55,4	-55,4	-58,6	-53,6	-50,4	-50,9	-56,6
Viviendas (visados obra nueva)	-17,3	-14,6	-19,5	-5,3	-26,1	-35,2	...	...
Licitación oficial	-38,0	-46,2	-35,0	-45,2	-59,7	-50,6	...	...
<b>Servicios</b>								
Ventas comercio minorista (6)	-1,0	-5,4	-5,1	-4,2	-6,5	-4,9	-9,5	...
Turistas extranjeros	1,0	7,2	9,6	8,5	6,1	2,6	-1,7	...
Ingresos turismo	3,9	8,6	12,2	8,8	5,7	0,5	...	...
Mercancías ferrocarril (t-km)	6,4	2,0	1,8	7,7	-9,8	-12,6	-8,9	...
Tráfico aéreo pasajeros	2,9	6,0	10,6	6,2	1,5	-5,4	-7,2	-3,8
Consumo de gasóleo automoción	-1,2	-3,7	-4,6	-3,1	-5,6	-4,6	...	...

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

(2) Filtrado de diferencias del calendario laboral.

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

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

(5) En volumen.

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

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



manecer en el euro formaron gobierno y las dos auditorías independientes sobre el estado del sistema financiero español fijaron en un máximo de 62.000 millones las necesidades de capital para el conjunto de entidades bancarias en un escenario muy adverso, cifra significativamente inferior a los 100.000 millones del préstamo.

En este contexto, la actividad económica sigue dando síntomas de debilidad. El índice PMI de la industria cumplió más de un año por debajo del umbral de 50, indicador de la persistencia de la contracción manufacturera, y se desmarca a la baja de los indicadores homólogos de Italia, Francia y Alemania. Otro indicador, el índice de producción industrial, también certificó las dificultades del sector y se contrajo un 8,3% interanual en abril.

La mayoría de los indicadores tanto de oferta como de demanda siguieron una tónica negativa y empeoraron respecto al mes anterior. En este sentido destacan el índice de confianza de los consumidores así como

el correspondiente a la construcción, ya que en mayo ambos disminuyeron 5 y 6 puntos respecto al mes anterior. Esta caída sitúa la confianza de los consumidores en niveles de primavera de 2009 y se une a la caída de las ventas minoristas, las cuales disminuyeron en abril un 9,5% interanual.

Respecto al sector exterior, los últimos datos correspondientes al mes de abril revelan que las exportaciones disminuyeron un 0,8%. La debilidad económica es una característica compartida con la mayor parte de Europa, de ahí que las exportaciones a nuestro principal socio comercial disminuyesen un 4,6%.

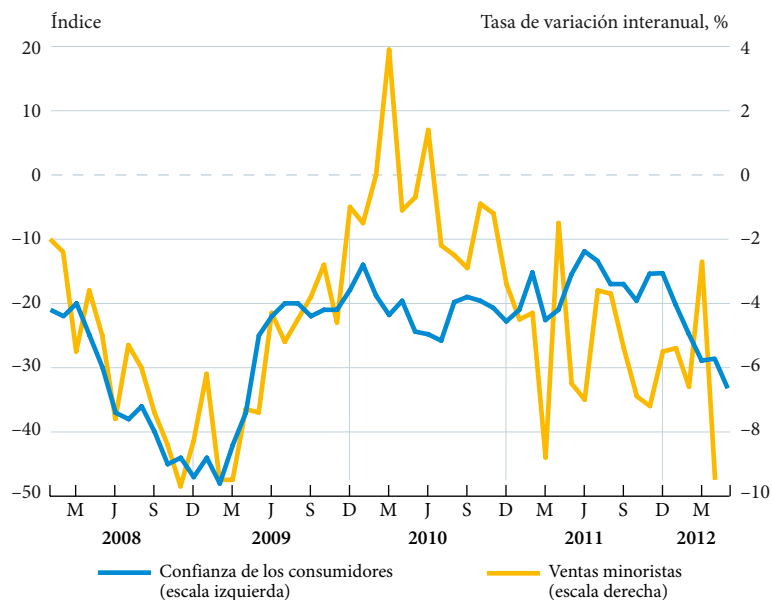
Si la demanda interna es incapaz, de momento, de reactivar la actividad, deberá ser el sector exterior el que impulse el crecimiento. Para ello es necesario no solo que Europa concrete los detalles de sus acuerdos financieros, sino que avance tanto en la esfera institucional como en el proceso de integración fiscal. Los avances en este sentido repercutirán positivamente tanto

**La mayoría de indicadores de oferta y demanda empeoran mes a mes.**

**Caen las exportaciones por la debilidad europea.**

## LAS VENTAS MINORISTAS SE RESISTEN A LA FALTA DE CONFIANZA DE LOS CONSUMIDORES

Índice de confianza de los consumidores y ventas minoristas



FUENTES: INE, Comisión Europea y elaboración propia.

en el crecimiento de España como en el de Europa. Según el diccionario de la Real Academia, otra acepción del verbo resca-

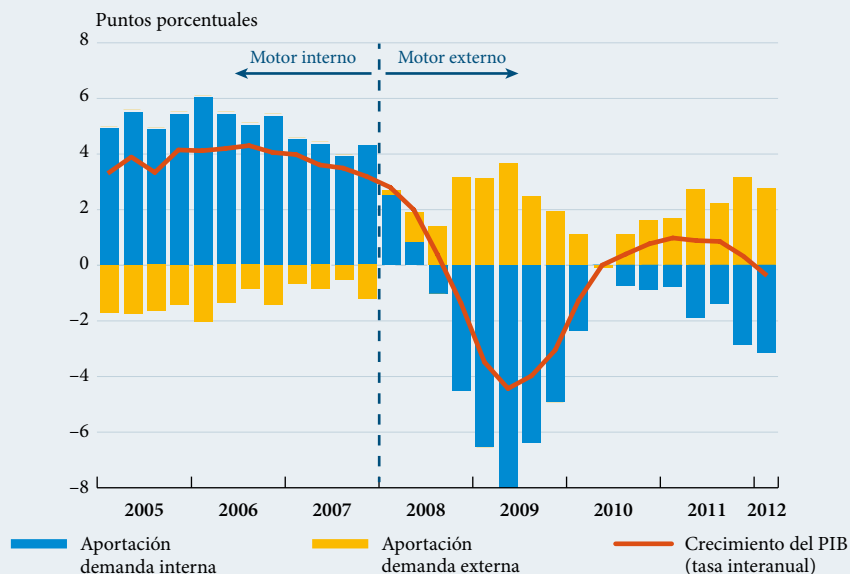
tar es recobrar el tiempo o la ocasión perdidos. Es hora de que España y Europa se rescaten a sí mismas.

## El sector exterior: motor de la recuperación

Las perspectivas para la economía española en 2012 no invitan al optimismo. Los hogares, las empresas y las administraciones públicas no solo deben avanzar en su proceso de desapalancamiento sino que deben hacerlo en un entorno de recaída económica. Dichos ajustes seguirán lastrando la demanda interna durante varios ejercicios, por lo que reencauzar una senda de recuperación que permita crear empleo pasará, sí o sí, por la vía de la exportación. Pero ¿puede el motor externo, por sí solo, relanzar dicha recuperación?

### CAMBIO DE MOTOR: LA CRISIS OBLIGA A REPLANTEAR EL MODELO DE CRECIMIENTO

Contribución a la evolución del PIB



FUENTES: INE y elaboración propia.

Para responder a esa pregunta, necesitamos dilucidar primero a qué ritmo deben avanzar las exportaciones para que la economía pueda crecer lo suficiente para crear puestos de trabajo. Tradicionalmente, en España, la reactivación sostenida del empleo ha exigido tasas de crecimiento del PIB en torno al 2% y esta será la cifra que utilizaremos en la siguiente simulación. Partiendo del supuesto que la contribución del gasto interno fuera completamente nula, ese 2% debería venir, enteramente, del avance de las exportaciones netas –netas del contenido importado, es decir, de aquella parte del valor de los bienes y servicios exportados que corresponde a consumo intermedio de importaciones y, que, como tal, no contribuye al crecimiento de la producción interna–. El Banco de España estima que ese contenido importado de las exportaciones españolas es del 39% de su valor. Así pues, para que la contribución de

las exportaciones netas al crecimiento final del PIB sea de 2 puntos porcentuales, su aportación bruta debe ser de 3,3 puntos porcentuales: 2 puntos para aportar al crecimiento de la economía más 1,3 puntos para compensar el 39% del valor exportado que se importa. Dado que el peso de las exportaciones en el PIB español se situó en torno al 30,5% en 2011, dicha contribución requiere un crecimiento de las ventas externas de bienes y servicios españoles del 10,8%. Si así sucediera, las importaciones totales crecerían un 4,2% (resultado de combinar un crecimiento del 10,8% en las importaciones ligadas a las exportaciones y un 0% en las importaciones ligadas a la demanda interna).

En definitiva, para crecer al 2% sin ayuda del gasto interno, las exportaciones deben avanzar casi un 11% en términos reales (véase la tabla siguiente). Teniendo en cuenta que durante el periodo de bonanza anterior a la crisis (2000-2007) crecían, en promedio, al 5,4% anual, ese 11% se anticipa excesivamente ambicioso. Sin embargo, cuando tenemos en cuenta que en 2011 las exportaciones crecieron un 9% y en 2010 un 13,5%, ya no parece tan exagerado. Además, si la demanda interna contribuyera algo al crecimiento, ni que fuera comedidamente, las exportaciones podrían crecer algo menos y aun así el crecimiento del PIB podría alcanzar un 2%.

Así, por ejemplo, si el gasto interno creciera al 1% contribuiría 1 punto porcentual al crecimiento del PIB (ya que el peso de la demanda interna en el PIB es próximo al 100%), con lo cual la aportación exigida a las exportaciones netas se reduciría a 1 punto porcentual. En dicho escenario, el aumento de las importaciones no solo correspondería al contenido importado de las exportaciones sino también al contenido importado de los distintos componentes del gasto interno (consumo privado, consumo público e inversión) y al gasto interno final en bienes y servicios importados.<sup>(1)</sup> Así pues, en ese caso, el avance exigido a las ventas externas de bienes y servicios se moderaría, respecto al escenario anterior, hasta el 6,9%, con un consiguiente aumento de las importaciones del 3,6% (véase la tabla siguiente).

¿Es razonable esperar que las exportaciones crezcan casi al 7% anual? Tal y como argumentaremos a continuación, sí lo es: la experiencia histórica, el probado saber hacer de la empresa exportadora española, la recuperación de la competitividad y el potencial de mercado aún por explotar lo avalan. Para empezar, volvamos de nuevo la vista atrás: ya hemos dicho que, antes de la crisis, el volumen exportado crecía casi al 6% anual. Aunque, de entrada, dicha cifra puede parecer poco espectacular, debe considerarse un éxito teniendo en cuenta que se consiguió en

### ¿A QUÉ RITMO DEBEN CRECER LAS EXPORTACIONES PARA SOSTENER LA RECUPERACIÓN?

Crecimiento y contribución al PIB (% y puntos porcentuales, respectivamente)

	Escenario 1		Escenario 2	
	Crecimiento	Contribución △ PIB	Crecimiento	Contribución △ PIB
Demanda interna	0,0%	0,0 p.p.	1,0%	1,0 p.p.
Exportaciones	10,8%	3,3 p.p.	6,9%	2,1 p.p.
Importaciones	4,2%	-1,3 p.p.	3,6%	-1,1 p.p.
Contribución neta Demanda externa		2,0 p.p.		1,0 p.p.
<b>△ PIB = +2%</b>				

FUENTE: Estimaciones propias.

(1) El contenido importado estimado del consumo privado es del 29%, el del consumo público del 13% y el de la inversión del 36%.

un contexto doblemente adverso: por un lado, se perdía competitividad en costes –entre un 10% y un 14% en función del indicador que se escoja (véase recuadro «Ganancias de competitividad para relanzar el motor exterior» en la página 33)– y, por otro, coincidió con la entrada de los grandes emergentes en el comercio mundial –China pasó de exportar el 3% del total global en 1999 al 8% en 2008–. A pesar de afrontar ese doble reto, la exportación española consiguió mantener prácticamente estable su cuota de exportación mundial, tanto en bienes (en torno al 1,7%) como en servicios (en torno al 3,5%).

Ese logro se consiguió, por un lado, gracias al posicionamiento de la exportación española de mercancías en sectores de tecnología media-alta, en los cuales la competencia no se dirime tanto en precios como vía marca o calidad. Por otro, la empresa exportadora española consiguió mantener un nivel de competitividad superior a la media del país –la pérdida de competitividad medida en términos de precios de exportación fue de un 5%, casi un tercio de su equivalente en términos de costes laborales unitarios– y un nivel de productividad similar al de sus competidoras extranjeras (véase recuadro «Exportación fuerte, competitividad débil: ¿una extraña pareja?» del mes de junio de 2011).

Ese fondo de fortaleza avala la capacidad de nuestro sector exportador para liderar la recuperación. Más si cabe cuando los avances en el terreno de la competitividad están siendo sustanciales (véase recuadro de la página 33), y cuando la debilidad del tipo de cambio del euro –en relación con el periodo precrisis o incluso 2011– también contribuirá a mejorar los términos de intercambio fuera de la eurozona.

Esa mejora resulta especialmente bienvenida dado que el mayor potencial de mercado de la exportación española se halla fuera de Europa. El grueso del crecimiento mundial se concentra y se concentrará en economías emergentes y en algunos países avanzados en los cuales la exportación española tiene aún mucho recorrido. De hecho, datos recientes de comercio exterior revelan que, precisamente, la debilidad económica tanto en España como en la eurozona se ha constituido en el empujón necesario para que muchas empresas españolas se decidieran a abordar definitivamente dichos mercados y aprovecharan el gran potencial que ofrecen. En China, India y Rusia, por ejemplo, la cuota de exportación española ha ido aumentando desde el año 2000 mientras otros de sus competidores más directos cedían terreno –Italia ha perdido cuota en todos ellos mientras que Alemania la ha visto menguar en India; en Brasil todos ellos, incluido España, han perdido cuota de mercado–.

En definitiva, en un entorno como el actual, en el que el crecimiento del gasto interno se ve limitado por los ajustes, es necesario que la recuperación se apoye en la exportación, aprovechando al máximo las oportunidades de negocio en otros mercados más dinámicos. España no puede devaluar ni recurrir a la política monetaria o comercial para mejorar su competitividad pero sí dispone de margen para impulsar reformas estructurales que espoleen dicha competitividad vía eficiencia, inversión, innovación y calidad del capital humano y que potencien su atractivo como base exportadora. Los ámbitos de dichas reformas van desde mejorar la regulación y la burocracia hasta aumentar la competencia o facilitar el comercio exterior vía inversión en infraestructuras.

Y si bien desde el ámbito institucional pueden emprenderse iniciativas que promuevan dicha internacionalización, su verdadero motor de impulso está en la propia empresa y en sus directivos. A corto plazo, el motor de la recuperación española también está en sus manos... y difícilmente podría estar en unas mejores.

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

## Mercado de trabajo

### Ni la estacionalidad favorable da un respiro al mercado laboral

Los efectos de la recaída en recesión se dejan notar claramente en el mercado de trabajo. Aunque los registros de afiliación y paro del mes de mayo mostraron una mejora, ello fue gracias a la estacionalidad propicia del periodo ya que, una vez corregida esta, el resultado fue de un empeoramiento substancial de los datos. De este modo, el aumento del total de afiliados de 77.431 personas fue muy escaso en un mes tradicionalmente bueno para el empleo, y ello hizo que el ritmo de caída de esta variable se acentuara dos décimas hasta el 3,4% interanual. Lo mismo ocurre con el número de parados registrados, cuyo retroceso de 30.113 personas supuso que la tasa de crecimiento interanual aumentara

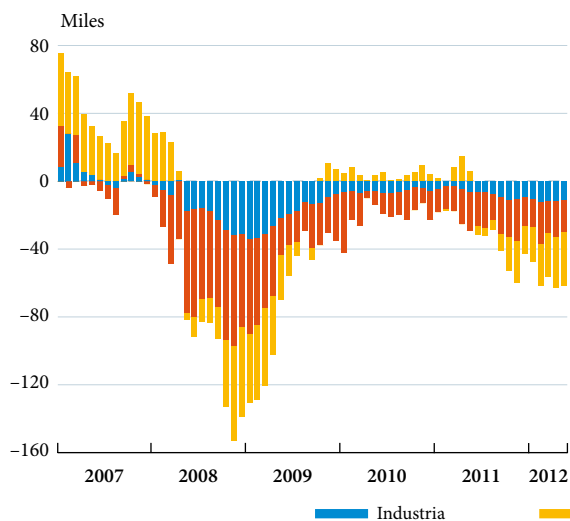
hasta el 12,5%, una cota que no se alcanzaba desde mayo de 2010. Por tanto, la evolución de los datos del mercado laboral en términos desestacionalizados hacen entrever que la caída de la actividad económica durante el segundo trimestre de 2012 ha sido más intensa que la registrada en el trimestre anterior.

El tono de debilidad también está alcanzando al sector turístico y, por consiguiente, al sector servicios en general, que hasta hace pocos meses había ofrecido cierta capacidad de resistencia. En el mes de mayo, el número de ocupados en el sector servicios presentaba un descenso del 1,8% interanual, 3 décimas por debajo del registro del mes anterior. Unos datos que contrastan con el avance que se produjo el año pasado, que alcanzó el 0,6% interanual en el

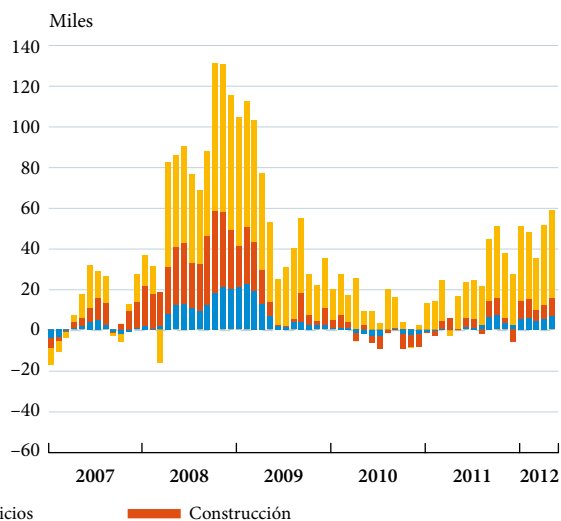
**El desempleo vuelve a crecer a tasas de 2010.**

### SIGUE LA SANGRÍA DEL MERCADO DE TRABAJO EN TODOS LOS SECTORES

Variación mensual del número de afiliados a la Seguridad Social (\*)



Variación mensual del número de parados registrados (\*)



NOTA: (\*) Variación mensual corregida de variaciones estacionales.

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

## Mal comportamiento del sector servicios.

mes de mayo. El menor dinamismo económico en los principales países de origen de los turistas que visitan España, principalmente países europeos, y la estabilización de los conflictos del norte de África hace muy difícil que se pueda repetir una campaña turística como la del año pasado. De todas formas, es de prever que tanto el número de turistas que visitarán España como el nivel de ingresos por turismo se mantendrán en cotas relativamente elevadas durante los próximos meses.

En los otros dos sectores, el proceso de ajuste sigue ganando tracción. En el sector de la construcción, aunque el año pasado el número de ocupados se redujo un 12,2%, todavía no se ha tocado fondo. Mientras el *stock* de viviendas terminadas por vender no se reduzca considerablemente, la construcción se mantendrá muy débil. Buena muestra de ello es la tendencia claramente

bajista de las viviendas iniciadas, que entre abril de 2011 y marzo de 2012 apenas alcanzaron las 80.000. Un registro claramente inferior al de 2009 y 2010, que fue de 159.000 y 124.000, respectivamente.

El sector de la industria, que durante 2010 y la primera mitad de 2011 se había estabilizado, está sufriendo de nuevo una importante recaída. En el mes de mayo, el número de ocupados descendía a un ritmo del 5,1%, una décima más que en el mes anterior.

El empeoramiento del mercado laboral en el segundo trimestre también se hace patente con la evolución de los contratos registrados, que descendieron un 6,6% interanual en el mes de mayo. Ello contrasta con el aumento del 9% que experimentó la contratación en el mismo mes del año anterior. Este retroceso fue más pronunciado

## INDICADORES DE EMPLEO

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2010	2011	2011			2012		
			II	III	IV	I	Abril	Mayo
<b>Afiliados a la Seguridad Social (1)</b>								
Sector de actividad								
<i>Industria</i>	-4,8	-2,7	-2,4	-2,4	-3,3	-4,2	-5,0	-5,1
<i>Construcción</i>	-13,4	-12,2	-11,4	-13,0	-14,9	-16,4	-17,3	-17,3
<i>Servicios</i>	0,0	0,2	0,5	0,3	-0,3	-0,9	-1,5	-1,8
Situación profesional								
<i>Asalariados</i>	-1,8	-1,4	-1,0	-1,3	-2,1	-2,9	-3,6	-3,8
<i>No asalariados</i>	-2,8	-1,2	-1,2	-1,0	-1,0	-1,2	-1,3	-1,4
<b>Total</b>	<b>-2,0</b>	<b>-1,3</b>	<b>-1,0</b>	<b>-1,2</b>	<b>-1,9</b>	<b>-2,6</b>	<b>-3,2</b>	<b>-3,4</b>
<b>Población ocupada (2)</b>	<b>-2,3</b>	<b>-1,9</b>	<b>-0,9</b>	<b>-2,1</b>	<b>-3,3</b>	<b>-4,0</b>	-	-
<b>Puestos de trabajo (3)</b>	<b>-2,6</b>	<b>-2,0</b>	<b>-1,3</b>	<b>-2,0</b>	<b>-3,3</b>	<b>-3,8</b>	-	-
<b>Contratos registrados (4)</b>								
Indefinidos	-6,4	-9,6	-5,0	-8,4	-22,8	-19,3	-6,4	-7,0
Temporales	3,8	1,0	3,9	0,9	-1,2	-6,7	-5,9	-6,5
<b>Total</b>	<b>2,8</b>	<b>0,1</b>	<b>3,1</b>	<b>0,2</b>	<b>-3,0</b>	<b>-7,8</b>	<b>-6,0</b>	<b>-6,6</b>

NOTAS: (1) Datos medios mensuales.

(2) Estimación de la encuesta de población activa.

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

(4) En el Servicio Público de Empleo Estatal.

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

## PARO REGISTRADO POR SECTORES, SEXO Y EDADES

Mayo 2012

	Parados	Variación sobre diciembre 2011		Variación sobre el mismo periodo del año anterior		% participación
		Absoluta	%	Absoluta	%	
<b>Por sectores</b>						
Agricultura	160.200	14.239	9,8	24.097	17,7	3,4
Industria	538.339	28.869	5,7	47.922	9,8	11,4
Construcción	796.569	20.641	2,7	57.576	7,8	16,9
Servicios	2.805.203	192.674	7,4	357.396	14,6	59,5
Primer empleo	413.811	35.340	9,3	37.472	10,0	8,8
<b>Por sexos</b>						
Hombres	2.337.116	127.378	5,8	272.535	13,2	49,6
Mujeres	2.377.006	164.385	7,4	251.928	11,9	50,4
<b>Por edades</b>						
Menores de 25 años	490.329	29.768	6,5	39.392	8,7	10,4
Resto de edades	4.223.793	261.995	6,6	485.071	13,0	89,6
<b>TOTAL</b>	<b>4.714.122</b>	<b>291.763</b>	<b>6,6</b>	<b>524.463</b>	<b>12,5</b>	<b>100,0</b>

FUENTES: Servicio Público de Empleo Estatal y elaboración propia.

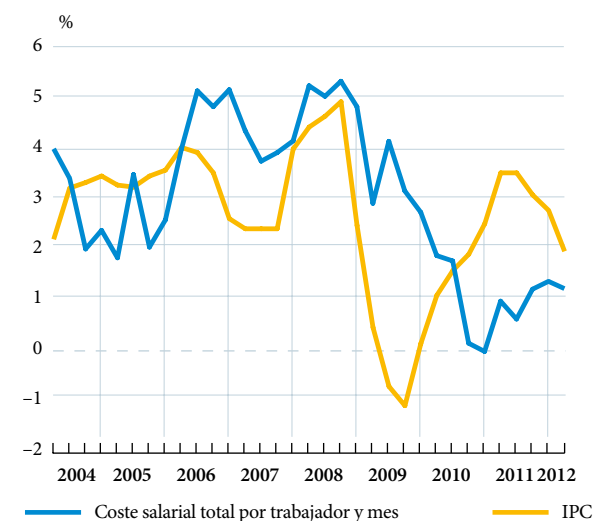
entre los contratos indefinidos, que cayeron el 7% interanual, mientras los temporales descendieron el 6,4% con respecto al mismo mes del año anterior. Cabe señalar

el hecho de que el ritmo de caída de la contratación temporal está alcanzando tasas similares a la indefinida, un resultado muy diferente del registrado durante los

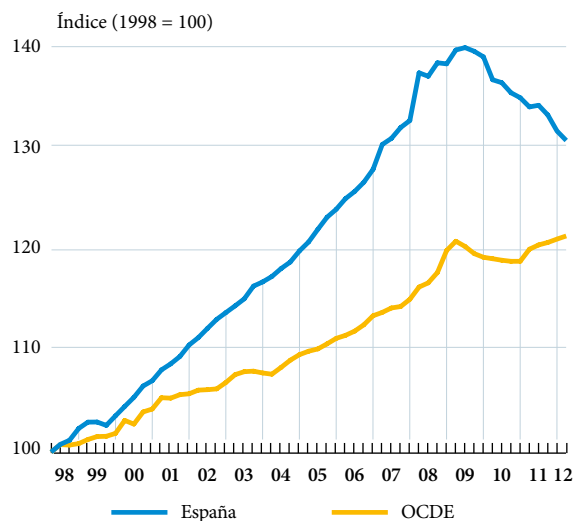
**Los contratos registrados caen un 6,6% interanual en el mes de mayo.**

## LA MODERACIÓN SALARIAL CONTRIBUYE A MEJORAR LOS NIVELES DE COMPETITIVIDAD

Variación interanual



Costes laborales unitarios (\*)



NOTA: (\*) Variación mensual corregida de variaciones estacionales.

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, OCDE y elaboración propia.

## Los costes laborales moderan su crecimiento.

dos años anteriores, cuando los contratos temporales crecían.

El ajuste del mercado laboral se está efectuando principalmente vía el número de ocupados, pero los salarios también están respondiendo al debilitamiento de la actividad económica, aunque en menor medida. Efectivamente, coincidiendo con la caída en recesión, la encuesta trimestral del coste laboral (ETCL) del primer trimestre de 2012 muestra una intensificación de la contención salarial tras dos periodos en los que se había frenado esta tendencia. Así, los costes salariales por trabajador se incrementaron un 1,2% interanual, una tasa ligeramente inferior a la registrada el trimestre anterior. Asimismo, la moderación salarial contribuyó a que se desacele-

garan significativamente los costes laborales por trabajador, cuya tasa de crecimiento interanual se situó en el 1,1%.

Dado que los costes salariales continuaron creciendo menos que la inflación en el primer trimestre, los salarios perdieron poder adquisitivo. En este sentido, parece que se está ejecutando el arduo camino de devaluación interna necesario para mejorar los niveles de productividad. Otra muestra de ello la ofrece la evolución del índice de coste laboral por unidad de producción, o coste laboral unitario, que publica trimestralmente la OCDE para todos sus países miembros. La evolución de dicha variable muestra que, mientras en España se acumulan caídas de diez trimestres, en el conjunto de la OCDE la tendencia es positiva.

### INDICADORES DE SALARIOS

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2010	2011	2011				2012
			I	II	III	IV	I
<b>Incremento pactado en convenios (*)</b>	<b>1,5</b>	<b>2,3</b>	<b>3,1</b>	<b>2,7</b>	<b>2,6</b>	<b>2,3</b>	<b>2,2</b>
<b>Salario por puesto de trabajo equivalente a tiempo completo (**)</b>	<b>0,0</b>	<b>0,8</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>0,9</b>
<b>Encuesta trimestral de coste laboral</b>							
Costes salariales							
Total	0,9	1,0	1,0	0,6	1,2	1,4	1,2
Industria	2,9	2,8	3,0	3,1	2,8	2,3	1,9
Construcción	0,8	2,5	2,3	3,2	1,9	2,4	1,3
Servicios	0,5	0,5	0,3	-0,2	0,8	1,1	1,0
Ganancia media por hora trabajada	1,1	2,1	0,2	1,3	4,5	2,2	1,5
Otros costes laborales	-1,1	1,6	0,4	1,5	2,2	2,2	0,9
Jornada laboral (***)	-0,3	-0,9	0,8	-0,6	-3,2	-0,8	-0,3
<b>Jornales agrarios</b>	<b>2,9</b>	<b>1,9</b>	<b>1,7</b>	<b>1,9</b>	<b>1,7</b>	<b>2,3</b>	<b>0,3</b>
<b>Coste laboral en la construcción</b>	<b>1,0</b>	<b>1,9</b>	<b>1,3</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>	<b>2,1</b>	<b>0,8</b>

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

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

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

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



## Precios

### Cuestión de equilibrios

Tras la subida de dos décimas experimentada en el mes de abril, en mayo la inflación retomó la cota del 1,9%. Si bien los componentes que justificaron el último repunte del índice de precios al consumo (IPC) aún presionaron al alza la inflación, el descenso del precio del petróleo así como el de los alimentos superó este efecto e impulsó dos décimas a la baja la tasa anual del IPC.

El repunte de abril tenía un carácter espurio ya que el incremento de la inflación no estaba impulsado por el pulso de la actividad económica sino por la intervención del Gobierno en los precios de la electricidad, el gas y el tabaco. Dado que parte del

incremento impositivo se trasladó vía precios al consumidor, en mayo estos tres elementos ejercieron conjuntamente una presión al alza de casi una décima.

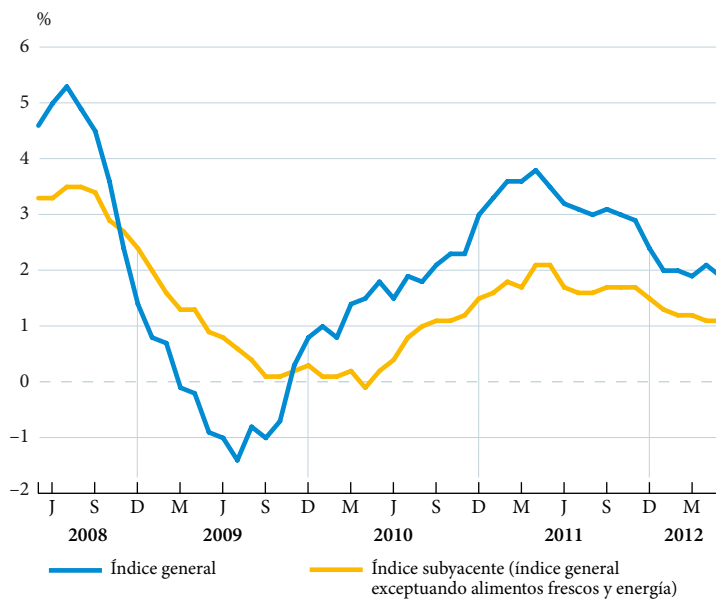
Sin embargo, dos de los elementos más volátiles de la inflación, el petróleo y los alimentos, jugaron un papel decisivo y registraron importantes caídas, lo que acabó por determinar el descenso de la tasa anual de variación del IPC. En tan solo un mes, mayo, el precio del petróleo de calidad Brent se redujo un 14% y se situó al borde de los 100 dólares por barril. Debido a la depreciación del 7% del tipo de cambio euro/dólar en ese mismo periodo, los consumidores españoles solo se beneficiaron de una caída del 8% en el precio del petróleo. Aunque la debilidad del euro

**El IPC desciende dos décimas y se sitúa en el 1,9%.**

**El precio del petróleo en euros disminuye un 8% en un mes.**

### EL PETRÓLEO Y LOS ALIMENTOS IMPULSAN A LA BAJA LA INFLACIÓN

Variación interanual del IPC



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

## ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO POR GRUPOS DE COMPONENTES

Mayo

	Índices (*)	% variación mensual		% variación s/diciembre anterior		% variación anual	
		2011	2012	2011	2012	2011	2012
<b>Por clases de gasto</b>							
Alimentos y bebidas no alcohólicas	101,6	0,3	-0,2	0,8	0,5	2,5	1,8
Bebidas alcohólicas y tabaco	106,7	0,0	1,1	2,5	4,5	14,7	6,2
Vestido y calzado	106,8	2,1	2,1	-2,2	-2,0	0,5	0,5
Vivienda	104,7	-0,1	0,3	4,1	3,5	7,6	5,1
Menaje	101,0	0,4	0,3	0,4	0,0	1,4	0,7
Medicina	97,6	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,7	-2,8
Transporte	104,2	-0,8	-1,4	4,1	3,4	7,9	4,2
Comunicaciones	96,8	0,0	0,1	0,0	-2,2	0,3	-3,8
Ocio y cultura	99,3	-1,7	-1,6	-1,2	-2,1	-0,6	0,4
Enseñanza	102,1	0,0	0,0	0,0	0,1	2,2	2,9
Hoteles, cafés y restaurantes	100,7	-0,1	-0,2	0,9	0,7	1,8	0,9
Otros	101,7	0,2	-0,1	2,0	1,0	3,1	1,7
<b>Agrupaciones</b>							
Alimentos con elaboración	102,9	0,2	0,3	1,6	1,4	4,7	3,0
Alimentos sin elaboración	101,0	0,4	-0,6	-0,1	0,3	2,7	1,1
Conjunto no alimentario	102,3	-0,1	-0,2	1,4	0,9	3,4	1,8
Bienes industriales	103,8	0,1	-0,1	2,0	1,5	4,8	2,5
<i>Productos energéticos</i>	108,1	-1,3	-1,9	8,7	6,6	15,3	8,3
<i>Carburantes y combustibles</i>	107,9	-1,8	-2,6	8,9	6,1	15,5	7,8
<i>Bienes industriales sin productos energéticos</i>	102,0	0,6	0,7	-0,5	-0,7	0,9	0,2
Servicios	100,8	-0,3	-0,3	0,9	0,3	2,0	1,1
Inflación subyacente (**)	101,6	0,1	0,2	0,5	0,2	2,1	1,1
<b>ÍNDICE GENERAL</b>	<b>102,3</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,1</b>	<b>1,4</b>	<b>0,9</b>	<b>3,5</b>	<b>1,9</b>

NOTAS: (\*) Base 2006 = 100.

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

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

### Mayor descenso mensual de los carburantes desde 2008.

encarezca las importaciones de crudo, la magnitud de la caída del precio de este hidrocarburo es suficiente no solo para superar este efecto sino para convertirse en la partida que más contribuyó al descenso de la inflación.

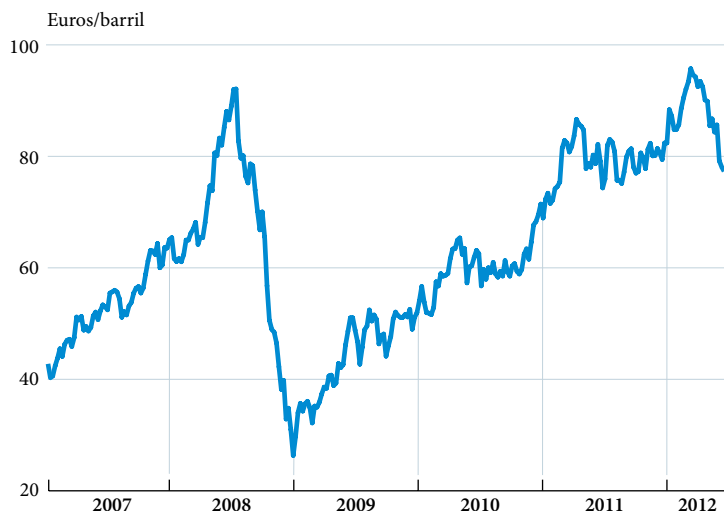
El descenso mensual de los carburantes y lubricantes alcanzó el -3,7%, lo que supone la mayor caída de este componente desde diciembre de 2008. Sin embargo, si la tasa de variación anual de los carburantes y lubricantes descendió en casi dos puntos,

la partida que lo engloba, transporte, apenas lo hizo en 6 décimas. Esto se debe a la subida de los precios de otros servicios de transporte, cuya tasa anual se incrementó en más de 10 puntos impulsada por el aumento de los billetes combinados. En lo que va de año, el transporte público urbano se ha incrementado un 7,8%.

De cara a los próximos meses el petróleo jugará un papel fundamental contribuyendo al descenso de la inflación. La tendencia bajista se justifica no solo por la cri-

## EL PETRÓLEO JUGARÁ UN PAPEL DECISIVO EN LA INFLACIÓN DE LOS PRÓXIMOS MESES

Precio del barril de petróleo de calidad Brent



FUENTE: Thomson Reuters Datastream.

sis de la eurozona sino también por un crecimiento menor de lo esperado en China, la debilidad de algunos mercados emergentes como el de Brasil o India y los malos datos de empleo en Estados Unidos. De hecho, en los primeros 20 días de junio el precio del petróleo de calidad Brent en dólares disminuyó otro 6%, descenso que alcanza el 8% valorado en euros.

El otro gran componente responsable de la caída de la inflación son los alimentos, cuya variación anual disminuyó cinco décimas y se sitúa en el 1,8%. Los alimentos se caracterizan por ser una partida formada por algunos componentes extremadamente volátiles. Así, mientras que los huevos encarecieron su precio un 18,3% en los últimos 12 meses, el precio de las patatas y sus derivados descendió un 15,2%. Otro ejemplo es el precio de las legumbres y hortalizas frescas, que en términos mensuales descendieron un 4,2%, y muestra que la volatilidad de los precios de algunos alimentos es incluso superior a la del petróleo.

Dado que el descenso de la inflación general se debe en gran medida a la energía

y a los alimentos frescos, la inflación subyacente, que excluye estos dos componentes, permaneció estable en el 1,1%. A corto plazo, la previsión es que la inflación general continúe su senda descendente impulsada tanto por la caída de los precios del petróleo como por la debilidad de la demanda interna. Según nuestras previsiones, la inflación se situará en cotas cercanas al 1,6% a finales de año, y el promedio de 2012 si situará en torno al 1,8%.

Sin embargo, esta previsión de inflación puede oscilar significativamente en caso de una modificación sustancial de la coyuntura actual. Los riesgos subyacen tanto en una desviación de las previsiones sobre el precio del petróleo como en un empeoramiento de la actividad económica mayor a la esperada, además de los efectos en la formación de precios derivados de cambios regulatorios.

En este sentido destaca la recomendación del Fondo Monetario Internacional, que ha instado a España a que realice de forma perentoria una subida del impuesto sobre

**La inflación se situará en torno al 1,8% para el conjunto de 2012.**

## 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	-0,1	0,9	1,9
Junio	-0,1	1,2	3,2			
Julio	-0,5	0,7	3,1			
Agosto	0,1	0,8	3,0			
Septiembre	0,2	1,0	3,1			
Octubre	0,8	1,8	3,0			
Noviembre	0,4	2,2	2,9			
Diciembre	0,1	2,4	2,4			

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

el valor añadido (IVA), para así cumplir el objetivo de déficit en 2012 y acelerar la recuperación de la economía española. En un ejercicio hipotético se puede intentar estimar cuál sería el efecto de una nueva subida en la inflación.

Las estimaciones muestran que los incrementos en 1995 de un punto en el IVA general (del 15% al 16%), el reducido (del 6% al 7%) y el superreducido (del 3% al 4%) se tradujeron en un incremento de la inflación de 0,25 puntos porcentuales. Sin embargo, aunque en 2010 el tipo superreduci-

do del IVA no se modificó, el tipo general se incrementó dos puntos hasta el 18% y el reducido, uno, hasta el 8%. Se estima que esta alza impositiva propició un incremento de 0,5 puntos de la inflación. La experiencia histórica permite concluir que es muy difícil anticipar cuál sería el efecto sobre la inflación de una hipotética subida del IVA, ya que los precios son muy sensibles tanto a la cuantía de la subida impositiva como a los diferentes regímenes (general, reducido y superreducido) sobre los que se aplica.

## Sector exterior

### La debilidad de la demanda europea reduce las exportaciones

La ralentización de la economía europea durante el segundo trimestre de 2012 pasa factura al sector exterior. La debilidad de la demanda del viejo continente arrastró, de nuevo, la evolución de las exportaciones de abril hacia tasas negativas, del 0,8% interanual. Sin embargo, el mayor deterioro de las importaciones permite que la contribución neta del sector exterior al crecimiento siga siendo posi-

va y que el déficit comercial continúe reduciéndose.

Sin duda, los datos de exportaciones e importaciones del mes de abril vienen marcados por la debilidad de la demanda, tanto a nivel mundial como español. Por un lado, las exportaciones reales registraron su tercera contracción consecutiva en abril, del 0,5% interanual. Los indicadores más adelantados de actividad, especialmente en el mercado europeo, no permiten prever un cambio de signo en la evolución de

**Las exportaciones de abril se reducen un 0,8% interanual.**

## COMERCIO EXTERIOR

Enero-abril 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	
<b>Por grupos de productos</b>								
Energéticos	21.391	16,1	25,0	4.721	15,4	6,6	-16.669	22,1
Bienes de consumo	18.913	-4,2	22,1	23.625	0,6	33,0	4.712	124,9
<i>Alimenticios</i>	4.897	-1,6	5,7	9.592	8,0	13,4	4.695	195,9
<i>No alimenticios</i>	14.016	-5,1	16,4	14.033	-3,8	19,6	16	100,1
Bienes de capital	5.012	-11,3	5,9	5.743	-6,9	8,0	731	114,6
Bienes intermedios no energéticos	40.343	-6,2	47,1	37.554	3,3	52,4	-2.789	93,1
<b>Por áreas geográficas</b>								
Unión Europea	42.971	-6,9	50,2	46.566	-0,5	65,0	3.595	108,4
<i>Zona del euro</i>	34.732	-7,8	40,5	37.160	-1,5	51,9	2.428	107,0
Otros países	42.688	5,0	49,8	25.078	7,8	35,0	-17.611	58,7
<i>Rusia</i>	2.591	-12,5	3,0	907	21,7	1,3	-1.684	35,0
<i>EE. UU.</i>	3.371	-7,2	3,9	2.716	-2,9	3,8	-655	80,6
<i>Japón</i>	1.051	-11,0	1,2	670	15,3	0,9	-382	63,7
<i>América Latina</i>	7.638	40,7	8,9	4.206	4,0	5,9	-3.432	55,1
<i>OPEP</i>	10.697	18,3	12,5	3.141	20,5	4,4	-7.556	29,4
<i>Resto</i>	17.339	-5,8	20,2	13.438	7,6	18,8	-3.901	77,5
<b>TOTAL</b>	<b>85.659</b>	<b>-1,3</b>	<b>100,0</b>	<b>71.644</b>	<b>2,2</b>	<b>100,0</b>	<b>-14.015</b>	<b>83,6</b>

FUENTES: Ministerio de Economía y elaboración propia.

**La debilidad de las importaciones disminuye el déficit hasta los 43.621 millones de euros.**

las exportaciones a corto plazo. En este mismo periodo, el deterioro de las importaciones reales fue considerablemente superior, concretamente del 7,2% interanual.

En el caso de los flujos comerciales nominales, la contracción de las importaciones también superó a la de las exportaciones. Ello supuso una nueva corrección del saldo comercial, del 15,3% interanual, lo que redujo el déficit acumulado de los últimos doce meses hasta los 43.621 millones de euros, rebobinando a niveles de 2003. Un análisis más detallado de estas series nos permite distinguir los factores de fondo que determinarán la evolución del sector exterior durante los próximos meses.

Una vez más, el deterioro de las exportaciones dirigidas a la Unión Europea, del 4,6% respecto a abril de 2011, enmascaró el buen comportamiento del comercio con el resto del mundo. Destaca la intensa caída de la demanda de países como Portugal, Reino Unido e Italia. Esta contracción hace que se siga reduciendo la importancia relativa de las exportaciones destinadas al

mercado comunitario, que actualmente representa el 65% de los bienes españoles, frente al 75% alcanzado ocho años atrás. Esta ratio es aún elevada, por lo que la contracción de la economía europea mantendrá la evolución de las exportaciones en cotas negativas.

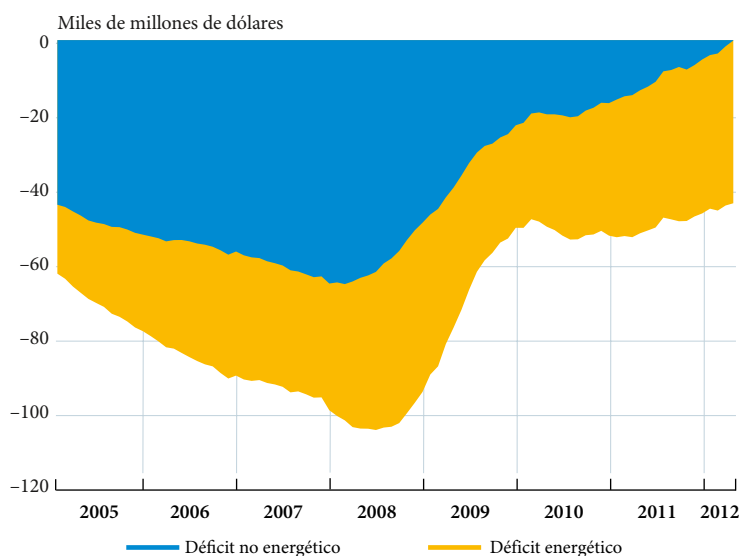
Sin embargo, difícilmente ello revertirá la tendencia de corrección del déficit de la balanza de bienes. Por un lado, la contracción de la demanda interna española seguirá mejorando el saldo no energético que se mantuvo prácticamente en equilibrio en abril, algo que no ocurría des del año 1986. Por lo que respecta al déficit energético, este volvió a aumentar en abril, aproximándose a los niveles máximos alcanzados en 2008.

Prevedemos, no obstante, que la caída registrada del precio del petróleo en mayo y junio corrija este desequilibrio durante los próximos meses. Algo que ya sucedió en 2009, cuando la caída de los precios energéticos, del 44,2% entre el máximo y el mínimo se materializó en una corrección

**Las exportaciones hacia la Unión Europea representan el 65% del total.**

#### EQUILIBRIO DEL SALDO NO ENERGÉTICO EN ABRIL QUE CORRIGE EL DÉFICIT COMERCIAL

Saldos acumulados últimos doce meses



FUENTES: Ministerio de Economía y elaboración propia.

del déficit del 40,8% desde el máximo. Entre febrero y junio de 2012, la caída del precio del petróleo en euros ha sido del 26,2%. Ello significa que, de mantenerse la relación observada en el pasado, el déficit energético podría reducirse alrededor de 8 décimas del producto interior bruto (PIB).

Este buen comportamiento del saldo de bienes podría favorecer la mejora del déficit corriente, tomando el relieve de la balanza de servicios. En efecto, según los datos del Banco de España, los ingresos originados por el turismo extranjero se estancaron, manteniéndose en el 2,9% del PIB en el mes de mayo. Sin embargo, el repunte de las entradas de turistas en mayo, del 5,8% interanual, invita al optimismo. De registrarse nuevos aumentos en los próximos meses, la mejora del saldo de servicios

podría neutralizar el progresivo incremento del déficit de rentas. Este responde al mayor coste de financiación de la deuda española en un contexto de severa desconfianza de los inversores internacionales.

De hecho, en este contexto de tensiones, la composición de la financiación española ha sufrido un cambio importante. Como se observa en la cuenta financiera, el recurso al Eurosistema se convirtió en la principal vía de entrada neta de capitales durante el primer trimestre del año, al aumentar en 101.055 millones de euros. Dicho incremento respondió a las elevadas inyecciones de liquidez por parte del Banco Central Europeo al sistema bancario. Como consecuencia, las necesidades de financiación a través de otros canales más tradicionales se han visto reducidas drásticamente.

**La reciente caída del precio del petróleo podría reducir el déficit comercial en 8 décimas.**

**La inyección de liquidez del BCE desplaza la financiación a través de otros canales.**

## BALANZA DE PAGOS

Marzo 2012

	Acumulado año		Doce últimos meses		
	Saldo en millones de euros	% variac. anual	Saldo en millones de euros	Variación anual	
				Absoluta	%
<b>Balanza corriente</b>					
Balanza comercial	-8.832	-20,7	-37.394	10.439	-21,8
Servicios					
<i>Turismo</i>	5.061	3,7	30.786	3.335	12,2
<i>Otros servicios</i>	862	-	4.925	4.783	-
Total	5.923	40,7	35.711	8.138	29,5
Rentas	-7.464	27,2	-27.730	-6.253	29,1
Transferencias	-4.477	10,4	-6.348	772	-10,8
<b>Total</b>	<b>-14.850</b>	<b>-11,9</b>	<b>-35.760</b>	<b>13.096</b>	<b>-26,8</b>
<b>Cuenta de capital</b>	<b>630</b>	<b>-59,7</b>	<b>4.554</b>	<b>-1.402</b>	<b>-23,5</b>
<b>Balanza financiera</b>					
Inversiones directas	7.940	-	5.033	14.515	-
Inversiones de cartera	-34.385	-	-81.150	-137.847	-
Otras inversiones	-70.646	-	-117.168	-105.068	-
<b>Total</b>	<b>-97.091</b>	<b>-</b>	<b>-193.285</b>	<b>-228.400</b>	<b>-</b>
Errores y omisiones	5.738	5,4	-1.274	-7.550	-
Variación de activos del Banco de España	105.572	-	225.765	224.255	-

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.

## ¿Es sostenible la posición externa de España?

Desde la adopción del euro, España ha acumulado 666 mil millones de euros en déficits externos. De hecho, debemos remontarnos a mediados de los años ochenta para encontrar el último rastro de superávits. Como no podía ser de otra manera, los déficits se han financiado con capital extranjero, causando un aumento considerable de los pasivos frente al resto del mundo, en su mayor parte, en forma de deuda. Dicha posición externa constituye, en estos momentos, una de las vulnerabilidades clave de la economía española pues suscita dudas acerca de la solvencia del país y, a la vez, exige un acceso continuado a los mercados de financiación internacionales.

A cierre de 2011, la posición inversora internacional neta (PIIN) de España alcanzó un saldo pasivo equivalente al 92% del PIB. Dicha posición combina unos activos en el exterior equivalentes al 129% del PIB y unos pasivos del 221% del PIB (véase la tabla siguiente). La cifra puede preocupar por distintos motivos: se trata de una de las posiciones deudoras más altas del mundo, solo superada en la zona del euro por Irlanda y Portugal, por lo que cabe preguntarse si su coste es asumible; una elevada proporción del total de pasivos son en forma de deuda y esta, al obligar a una serie de pagos por amortización e intereses, supone una mayor vulnerabilidad que otros tipos de pasivos, como las acciones y otras formas de participación en el capital de las empresas; y, por último, la posición pasiva neta se ha multiplicado por tres desde la adopción del euro, lo que podría sugerir que está instalada en una dinámica explosiva. Todas estas preocupaciones pueden matizarse.

### POSICIÓN INVERSORA INTERNACIONAL DE ESPAÑA

Diciembre 2011, en % del PIB

	Activos	Pasivos	Posición neta
Total excluyendo el Banco de España	120	205	-84
Inversión directa	46	45	2
Inversión de cartera (acciones, bonos, obligaciones, etc.)	24	81	-57
Otras inversiones (préstamos, depósitos, etc.)	37	66	-29
Derivados financieros	13	13	0
Banco de España	9	16	-8
<b>Total</b>	<b>129</b>	<b>221</b>	<b>-92</b>

FUENTES: Banco de España y estimaciones propias.

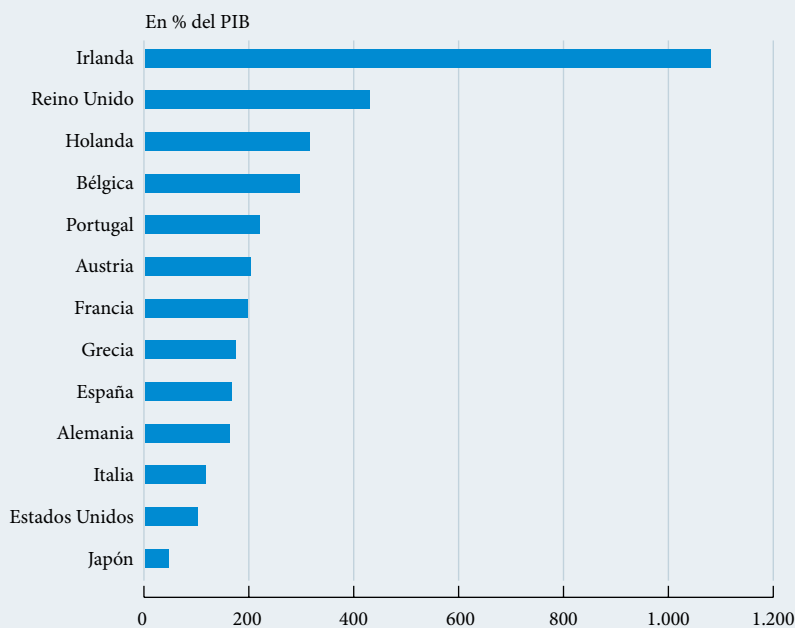
En primer lugar, aunque la PIIN es relativamente alta, el coste de financiarla es relativamente modesto. La cuenta de rentas de la balanza de pagos, que refleja fundamentalmente los pagos netos por intereses y dividendos, arrojó un déficit de solo el 2,4% del PIB en 2011 –una cifra similar al promedio de los cinco años anteriores–. El coste promedio sobre los pasivos se limitó al 2,9% gracias al bajo nivel de los tipos de interés oficiales, que influyen sobre los tipos a corto a los que está referenciada una proporción significativa de la deuda externa, y a la moderación en los pagos por dividendos. Además, el impacto del aumento de la prima de riesgo fue moderado ya que se traslada muy gradualmente al coste promedio (el ritmo lo marca principalmente la renovación de la deuda que vence). Por su parte, los activos externos recibieron un retorno promedio del 3,0%, ligeramente superior al de los pasivos, gracias a los beneficios de las multinacionales españolas.



En segundo lugar, si bien es cierto que tres cuartas partes de todos los pasivos son en forma de deuda, el nivel de deuda externa de España, equivalente al 165% del PIB, no compara desfavorablemente con el de otros países de nuestro entorno (véase el gráfico siguiente). En particular, la deuda externa de las administraciones públicas (26% del PIB) es de las más bajas de la zona del euro. La deuda externa privada (139% del PIB) es relativamente más alta, pero su peso en el PIB es similar al de países como Francia o Austria e inferior al de Portugal y otros países donde el sistema financiero tiene una actividad internacional considerable (Reino Unido, Irlanda, Bélgica, Holanda).

### EL NIVEL DE LA DEUDA EXTERNA DE ESPAÑA NO COMPARA DESFAVORABLEMENTE

Deuda externa. 2011 o último dato disponible



FUENTES: Bancos centrales nacionales y cálculos propios.

Por último, la posición inversora neta parece haberse estabilizado en los últimos años. Desde 2009, los pasivos netos se han situado en torno al 90% del PIB mientras que la deuda externa ha fluctuado en torno al 165% del PIB. Ello puede atribuirse, fundamentalmente, al fuerte ajuste del déficit comercial, que pasó del 6,5% del PIB en 2007 al 0,5% del PIB en 2011 (lo que permitió ajustar el déficit por cuenta corriente del 10,0% del PIB al 3,5% del PIB, véase recuadro «Objetivo superávit: ¿realidad o quimera?» en la página 17). Sin embargo, los efectos de las revalorizaciones de activos y pasivos también han contribuido significativamente. En particular, las mayores caídas relativas de la bolsa española y el aumento de la prima de riesgo han reducido el valor de mercado de los pasivos frente a no residentes, ayudando a contener el aumento de los pasivos netos.

Dado que no podemos esperar que las revalorizaciones ayuden a sostener el nivel de pasivos año tras año, el déficit externo deberá seguir ajustándose para poder estabilizar de forma duradera, y aun mejor reducir, la posición de...

dora neta de la economía española. El ajuste necesario dependerá, en gran medida, del tipo de interés que España deba pagar por su deuda externa.<sup>(1)</sup> Por ejemplo, en un escenario en el que la rentabilidad promedio exigida por los pasivos netos aumentara hasta el 4,0% (como consecuencia, por ejemplo, de la persistencia de una prima de riesgo elevada) y el crecimiento nominal del PIB fuera del 3,0% (un supuesto conservador si tenemos en cuenta el crecimiento potencial de la economía española a medio plazo), se necesitaría un superávit comercial del 0,9% del PIB para estabilizar la posición deudora neta en el 90% del PIB. Una exigencia nada descabellada puesto que, para 2012, ya prevemos que el superávit comercial se acerque a esta cifra. Ahora bien, para reducir la posición deudora neta hasta el 70% del PIB en 10 años, deberíamos registrar superávits comerciales de prácticamente un 3% del PIB cada año. Por lo tanto, la corrección encauzada por la balanza comercial en los últimos años debe proseguir teniendo en cuenta, además, que cuanto mayor sea el diferencial entre el tipo de interés de la deuda externa y la tasa de crecimiento de la economía, mayor deberá ser el superávit comercial para estabilizar o reducir la deuda externa.

La dinámica de la posición inversora, de práctica estabilización, y el coste del servicio de la deuda, asumible si la prima de riesgo no se dispara, sugieren que el principal problema de la posición externa está más relacionado con cuestiones de liquidez que de solvencia. Pero liquidez y solvencia son dos conceptos íntimamente ligados: una crisis de liquidez que dispara las primas de riesgo e impone un desapalancamiento acelerado limita la capacidad de refinanciar parte de la deuda que vence y pone, con ello, en cuestión la solvencia del deudor; por otra parte, en un entorno de aversión al riesgo generalizada como el actual, dudas sobre la solvencia de un deudor, aunque sean pocas, pueden provocar una crisis de liquidez.

Romper el círculo vicioso entre problemas de liquidez y dudas sobre la solvencia exige dar un vuelco a las expectativas de los inversores y ello solo se conseguirá con medidas de actuación simultáneas en ambos frentes. Actuar en el frente de la liquidez requiere que alguien ejerza el rol de prestamista de última instancia, con capacidad de inyectar liquidez a entidades financieras y adquirir deuda pública. Ello debe complementarse, sí o sí, con acciones que disipen las dudas sobre la solvencia de los sectores público y privado del país y, en ese sentido, la clave está en: otorgar una mayor credibilidad a los objetivos de reducción del déficit; acelerar el saneamiento y reestructuración del sistema financiero; y continuar mejorando la competitividad de nuestra economía. Aunque es cierto que los avances para reforzar ambos frentes –liquidez y solvencia– han sido sustanciales, no hay duda de que queda mucho camino por recorrer.

(1) La ecuación que describe la dinámica de la posición deudora externa es:  $d_t = \frac{(1+i)}{(1+g)} d_{t-1} - p_t$ , donde  $d$  denota la posición deudora como porcentaje del PIB (en el periodo designado por el subíndice);  $i$  se refiere a la rentabilidad promedio a pagar;  $g$  es el crecimiento nominal del PIB; y  $p$  es el saldo de la balanza comercial por bienes y servicios más las transferencias netas corrientes y de capital. En España,  $p$  fue equivalente al -0,6% del PIB en 2011 (coincidiendo básicamente con el saldo comercial por bienes y servicios ya que el superávit en transferencias de capital prácticamente compensó el déficit en transferencias corrientes; por ello, en el texto nos referimos a  $p$  como el saldo comercial).

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

## Sector público

### Europa sale al rescate

El pasado 18 de junio, la rentabilidad exigida a la deuda pública española alcanzó niveles máximos desde su incorporación a la zona del euro. Desde entonces, la decisión del Eurogrupo de atender la petición de ayuda financiera de España, por un importe máximo de 100.000 millones de euros para sanear aquellas entidades que lo necesiten y la formación de un Gobierno pro europeísta en Grecia han relajado un poco las tensiones. Los resultados de la intensa agenda institucional de las próximas semanas y los nuevos datos sobre el grado de cumplimiento del ajuste fiscal español determinarán si el respiro es temporal o si nos encontramos en el principio del proceso de normalización.

Una vez más, las expectativas que ha levantado la reunión del Consejo Europeo

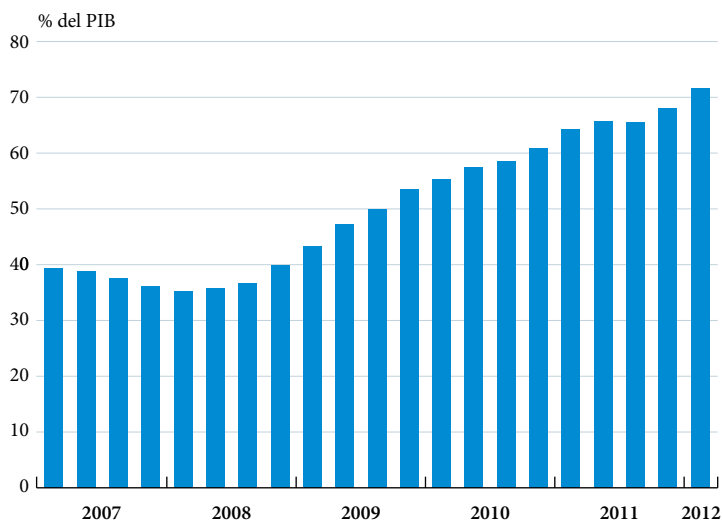
de finales de junio son máximas. Temas tan delicados, pero tan importantes, como la unión bancaria y la unión fiscal se van tratando cada vez con mayor seriedad. Este proceso difícilmente se cerrará a corto plazo, pero pequeños avances que muestren una mayor voluntad de reforzar los cimientos de la zona del euro pueden tener un fuerte impacto sobre la confianza.

La ayuda a la banca para cubrir sus necesidades de recapitalización también debería ayudar a que la confianza sobre la solvencia de la deuda pública española se vaya recuperando. Todavía no se conocen los detalles de cómo se vehiculará la ayuda a las entidades que la necesiten, pero es de prever que permitirá garantizar su solvencia sin que suponga una carga excesivamente costosa para el erario público. El tipo de interés muy probablemente se si-

**La zona del euro presta 100.000 millones de euros para garantizar la solvencia de la banca española.**

### LA DEUDA PÚBLICA SE DOBLA DESDE MARZO DE 2008

Deuda pública respecto al PIB



FUENTE: Banco de España.

**La prima de riesgo alcanza un máximo de 575 puntos básicos en junio.**

tuará alrededor del 3%, una cifra muy inferior al coste actual de financiación de la deuda pública. Concretamente, si nos fijamos en los bonos a 10 años, su rentabilidad alcanzó el 7,2% en junio, 575 puntos básicos por encima del *bund* alemán.

Los últimos acontecimientos han permitido reducir esta diferencia hasta los 483 puntos básicos al cierre de este informe. Una cifra que, sin embargo, se mantiene en cotas anormalmente elevadas. Los vencimientos de deuda pública para la segunda mitad del año, de 83.686 millones de euros solo con deuda del Estado, mantendrán la senda de crecimiento de los tipos medios de financiación. A ello se le une el mayor endeudamiento público. En tan solo 4 años, la deuda del conjunto del sector público se dobló, al pasar del 35,5% del producto interior bruto (PIB) hasta el 72,1% del PIB en marzo de 2012. Preveemos que esta cifra supere ligeramente el 85% del PIB a finales del año, impulsada por el déficit, del 6,4% del PIB, y el efecto del rescate bancario sobre la deuda pública. Todo ello mantendrá la senda creciente de la carga financiera española y dificultará el proceso de consolidación fiscal.

La ejecución presupuestaria del Estado refleja este encarecimiento. Según los datos de contabilidad nacional, el gasto por pago de intereses aumentó en 1.263 millones de euros entre enero y abril, un 18,4% más que en el mismo periodo de 2011. Asimismo los mayores costes salariales y las transferencias corrientes a otras administraciones públicas crecieron un 2,3% y un 30,7% interanual respectivamente. Sin embargo, este último caso responde, en gran medida, al adelanto de las transferencias a las comunidades autónomas (CC. AA.) y a la Seguridad Social. Adicionalmente al aumento de los gastos del Estado, los ingresos se redujeron un 4,8% interanual en el primer cuadrimestre.

Como consecuencia, el déficit del Estado acumulado durante los primeros cuatro

meses del año representaba el 2,4% del PIB esperado para 2012. Según los cálculos del Gobierno, si excluimos el avance de las transferencias a otras administraciones públicas, esta ratio se reduce hasta el 1,4% del PIB, 2 décimas menos que el año pasado. Sin embargo, esta mejora no parece, hasta la fecha, suficiente para lograr el objetivo de déficit del Estado fijado en el Programa de Estabilidad, del 3,5% del PIB a finales de año, 1,6 puntos porcentuales por debajo del nivel de 2011.

De forma similar, los saldos de la Seguridad Social y las comunidades autónomas también se alejan de sus objetivos. En el primer caso, una vez excluido el mayor ritmo de transferencias recibidas del Estado, el superávit se deterioró levemente, fruto de la caída de las cotizaciones sociales. Por su lado, las CC. AA. ajustaron en 3 décimas su déficit, hasta el 0,45% del PIB en el primer trimestre. A pesar de esta mejora, parece difícil que consigan reducir su desequilibrio fiscal en más de la mitad, del 3,3% en 2011 al 1,5% fijado para este año.

En definitiva, tal y como concluyen el Fondo Monetario Internacional y la Comisión Europea, el objetivo de déficit, del 5,3% del PIB, probablemente no se podrá alcanzar este año. En este sentido, el informe mensual de recaudación tributaria muestra una clara caída de los ingresos durante el primer cuadrimestre, del 3,3% interanual. La debilidad de la demanda interna redujo la recaudación del impuesto sobre el valor añadido (IVA) del 8,2% interanual en ese periodo. Solamente el impuesto sobre sociedades aumentó ligeramente debido a las medidas de ajuste fiscal aprobadas este año. Según la Agencia Tributaria, el impacto de los cambios fiscales ha generado un ingreso adicional de 1.261 millones de euros hasta abril. Una cifra a todas luces insuficiente. Es por ello que los organismos supranacionales proponen la adopción de nuevas medidas, especialmente el incremento de los impuestos indirectos.

**La deuda pública alcanzará el 85% del PIB a finales de 2012.**

**El déficit del Estado alcanza el 1,4% del PIB en abril y pone en duda el cumplimiento del objetivo del déficit.**

## Ahorro y financiación

### Un balón de oxígeno para la banca española

El 25 de junio, el Gobierno solicitó asistencia financiera al Eurogrupo para sanear aquellas entidades que lo necesiten. Esta petición pone cierre a un primer semestre trufado de cambios normativos en el marco financiero español. Anteriormente, las reformas bancarias aprobadas en febrero y mayo, con el objetivo de sanear la cartera inmobiliaria de las entidades, no fueron suficientes para disipar las dudas respecto a la solvencia del sector. Los interrogantes que se abren ante este nuevo escenario son numerosos. Durante las próximas semanas esperamos conocer los detalles de una ayuda que marcará el futuro del sector bancario del país.

La ayuda al sector llegará a través de una línea de crédito de hasta 100.000 millones de euros al Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB). A la espera de una mayor concreción de los términos de concesión, muy probablemente los préstamos serán a largo plazo y con un tipo de interés de entre el 3% y el 4%, esto es, por debajo del coste de financiación de la deuda pública a 10 años.

El principal foco de atención sigue centrándose en la cantidad demandada para recapitalizar la banca española. Según los informes realizados por los dos evaluadores externos, las necesidades de capital de la banca española en un escenario de severo deterioro económico oscilarían entre los 51.000 y los 62.000 millones de euros. Estas cifras se sitúan holgadamente por debajo de la dotación máxima de la línea de crédito. Sin embargo, la cantidad defi-

nitiva podría variar tras los resultados de las auditorías más detalladas de los balances bancarios de cada entidad, que se presentarán el 31 de julio.

En este sentido, tanto los evaluadores externos como el Fondo Monetario Internacional coinciden en que los bancos de mayor tamaño están suficientemente capitalizados. El resto de entidades es probable que precisen ayudas públicas. Aquellas actualmente intervenidas por el FROB y las nacionalizadas serán las que necesiten una mayor inyección de capital. A cambio de la asistencia financiera, el Eurogrupo impondrá condiciones para el conjunto del sector y, especialmente, para aquellas entidades rescatadas. Entre las más probables destaca la creación de una entidad («banco malo») en la que segregará los activos inmobiliarios problemáticos de los balances bancarios.

El impacto de este rescate tiene dos claras vertientes: por un lado, aumentará la deuda y el déficit público, este último a través del pago de los intereses de la línea de crédito. A largo plazo, sin embargo, el efecto sobre el erario público no necesariamente será negativo, ya que las ganancias del diferencial positivo entre el tipo de interés prestado y el pagado por parte del FROB pueden ser sustanciales. Algo similar ocurrió en Estados Unidos con su programa de alivio de activos problemáticos (TARP). Por otro lado, las condiciones impuestas a la banca podrían llevar al sector a un nuevo proceso de reestructuración.

Es probable, además, que la incertidumbre respecto a las necesidades de capital y las condiciones de la ayuda acelere el rit-

**Europa podría imponer la creación de un «banco malo» a cambio del rescate a la banca.**

**El crédito al sector privado residente se reduce un 3,5% interanual en abril.**

## FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS (1)

Abril 2012

	Saldo	Variación año actual	Variación 12 meses	% participación
	Millones de euros	Millones de euros	% (2)	
Sector privado	2.103.202	-25.791	-2,1	73,3
Empresas no financieras	1.247.362	-10.644	-1,6	43,4
<i>Préstamos de entidades residentes (3)</i>	825.451	-15.436	-4,0	28,7
<i>Valores distintos de acciones</i>	68.012	2.904	8,4	2,4
<i>Préstamos del exterior</i>	353.899	1.888	2,7	12,3
Hogares (4)	855.840	-15.147	-2,9	29,8
<i>Préstamos para la vivienda (3)</i>	660.098	-6.768	-2,2	23,0
<i>Otros (3)</i>	192.642	-8.423	-5,5	6,7
<i>Préstamos del exterior</i>	3.100	45	5,1	0,1
Administraciones públicas (5)	768.035	33.074	13,7	26,7
<b>TOTAL</b>	<b>2.871.237</b>	<b>7.284</b>	<b>1,6</b>	<b>100,0</b>

NOTAS: (1) Residentes en España.

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

(3) Incluyen préstamos titulizados fuera del balance bancario.

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

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

### La financiación a las actividades inmobiliarias se reduce un 12,2% interanual en el primer trimestre de 2012.

mo de contracción del crédito durante los próximos meses, especialmente en aquellas entidades rescatadas. En este sentido, el crédito al sector privado se redujo un 3,5% interanual en abril, lo que intensificó su proceso de desapalancamiento. De acuerdo con la encuesta de préstamos bancarios del primer trimestre, esta caída también responde a factores de demanda. Así, entre enero y marzo de 2012 se redujo significativamente el número de peticiones de créditos.

El desglose del crédito por sectores y actividades productivas muestra que esta caída fue prácticamente generalizada. Así, en el primer trimestre del año, el crédito a los hogares se redujo un 2,7% interanual impulsado por la reducción de la financiación al consumo de bienes duraderos, del 12,8% en el mismo periodo. Por su parte, los préstamos bancarios a las empresas se redujeron un 3,8% respecto al primer trimestre de 2011. Destaca la intensa contracción de la financiación a las actividades inmobilia-

rias, esto es, construcción y promoción, con una caída del 12,2% interanual. Por su lado, el crédito al sector de servicios, excluyendo la promoción inmobiliaria, se mantuvo prácticamente constante.

Esta caída del crédito ha venido acompañada de un nuevo repunte de la morosidad en abril, hasta el 8,72%, 36 puntos básicos por encima del nivel de marzo. El desglose por sectores muestra que aquellos con un mayor deterioro de la morosidad durante el último año han sido también los que han registrado una mayor caída de la financiación. Sin duda, destaca el intenso deterioro de la cartera promotora, talón de Aquiles del sector bancario español, que en marzo ya alcanzaba un ratio de morosidad del 22,1%, 7,4 puntos porcentuales por encima del nivel del año anterior. A una gran distancia le sigue el sector de la agricultura, cuya morosidad se situaba en el 7,0%, lo que representa un incremento de 2,7 puntos porcentuales en un año.

### La morosidad repunta hasta el 8,72% en abril.

## CRÉDITO POR FINALIDADES AL SECTOR PRIVADO

Primer trimestre de 2012

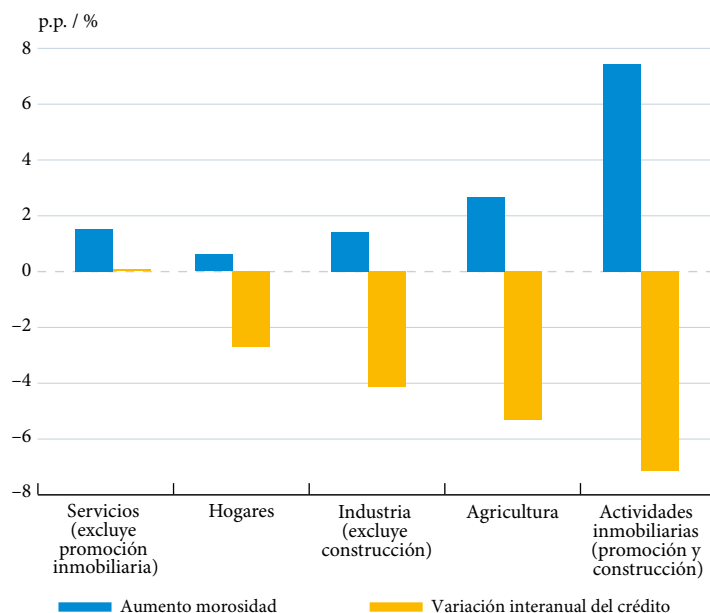
	Saldo (*)		Variación año actual		Variación 12 meses	
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%	
<b>Financiación de actividades productivas</b>						
Agricultura, ganadería y pesca	21.416	-341	-1,6	-1.202	-5,3	
Industria	139.850	-3.380	-2,4	-5.945	-4,1	
Construcción	96.193	-2.312	-2,3	-13.389	-12,2	
Servicios	677.716	-2.497	-0,4	-16.250	-2,3	
<b>Total</b>	<b>935.176</b>	<b>-8.530</b>	<b>-0,9</b>	<b>-36.786</b>	<b>-3,8</b>	
<b>Financiación a personas físicas</b>						
Adquisición y rehabilitación de vivienda propia	649.602	-6.929	-1,1	-8.531	-1,3	
Adquisición de bienes de consumo duradero	35.835	-1.850	-4,9	-5.237	-12,8	
Otras financiaciones	97.004	-2.494	-2,5	-7.819	-7,5	
<b>Total</b>	<b>782.441</b>	<b>-11.273</b>	<b>-1,4</b>	<b>-21.587</b>	<b>-2,7</b>	
<b>Otros</b>	<b>50.836</b>	<b>5.708</b>	<b>12,6</b>	<b>2.572</b>	<b>5,3</b>	
<b>TOTAL</b>	<b>1.768.454</b>	<b>-14.095</b>	<b>-0,8</b>	<b>-55.802</b>	<b>-3,1</b>	
<i>Adquisición de viviendas y actividades inmobiliarias</i>	<i>915.878</i>	<i>-9.018</i>	<i>-1,0</i>	<i>-24.412</i>	<i>-2,6</i>	

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

## LA CAÍDA DEL CRÉDITO AFECTA A LOS SECTORES CON MAYOR DETERIORO DE LA MOROSIDAD

Variación del crédito y la morosidad entre marzo de 2011 y marzo de 2012



FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

**El saldo vivo de los pagarés de las entidades bancarias se multiplica por 2,6 entre septiembre y abril.**

Por lo que se refiere al crédito a los hogares, su tasa de mora alcanzó el 3,8% en marzo. Esta ratio es relativamente reducida, especialmente si tenemos en cuenta el elevado deterioro del mercado laboral. Uno de los motivos puede ser la renegociación de las condiciones hipotecarias para facilitar, de esta forma, el pago de la deuda. Según los datos del Instituto Nacional de Estadística, el número de hipotecas que modificaron sus condiciones en abril ascendió hasta las 26.494, un 16,4% más que el mismo mes de 2011. De estas, el 36,4% cambió las condiciones del tipo de interés, presumiblemente a la baja.

En este sentido, la evolución del euríbor a 12 meses, tipo de referencia de la mayor parte de hipotecas en España, también ha colaborado con el mantenimiento de la morosidad de los hogares en niveles controlados. En mayo, este indicador se situaba en el 1,27%, muy cerca de los mínimos registrados en 2010.

A pesar de esta menor carga hipotecaria para los hogares, las cifras de depósitos no aumentan. En abril, los depósitos bancarios de familias y empresas se habían reducido un 5,4% respecto al mismo mes de

2011. Destaca la caída de los productos a plazo y a la vista, del 5,6% y del 7,3% interanual respectivamente. Sin embargo, esta reducción no explica necesariamente una caída de los ahorros debido a la mayor competencia con productos que presentan una rentabilidad superior, como son la deuda pública o los pagarés de las entidades bancarias.

En este último caso, según los datos del Banco de España, el saldo vivo de pagarés se ha multiplicado por 2,6 veces entre septiembre de 2011 y abril de 2012, situándose en los 43.175 millones de euros. Este aumento neutraliza parte de la reducción de los pasivos bancarios. Sin embargo, esperamos que los nuevos repuntes de la rentabilidad de la deuda soberana española durante los últimos meses mantenga la sustitución de depósitos por otros productos a corto plazo.

En resumen, la banca española afronta un proceso de profunda renovación, pero la ayuda prestada por Europa permite encararlo con garantías de éxito. Se trata de un camino largo pero que permitirá, al final de este, gozar de un sector bancario, en todo su conjunto, solvente.

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

Abril 2012

	Saldo	Variación año actual		Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%	
A la vista	262.713	-6.998	-2,6	-472	-0,2	19,7
De ahorro	195.471	-7.478	-3,7	-15.303	-7,3	14,7
A plazo	687.845	-9.892	-1,4	-40.580	-5,6	51,6
En moneda extranjera	16.166	-1.553	-8,8	-3.536	-17,9	1,2
<b>Total depósitos</b>	<b>1.162.194</b>	<b>-25.921</b>	<b>-2,2</b>	<b>-59.891</b>	<b>-4,9</b>	<b>87,2</b>
<b>Resto del pasivo (*)</b>	<b>171.133</b>	<b>-13.831</b>	<b>-7,5</b>	<b>-16.114</b>	<b>-8,6</b>	<b>12,8</b>
<b>TOTAL</b>	<b>1.333.328</b>	<b>-39.751</b>	<b>-2,9</b>	<b>-76.005</b>	<b>-5,4</b>	<b>100,0</b>

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





# Estudios y Análisis Económico, "la Caixa"

## Publicaciones

Todas las publicaciones están disponibles en Internet: [www.laCaixa.es/estudios](http://www.laCaixa.es/estudios)

Correo electrónico: [publicacioneseestudios@lacaixa.es](mailto:publicacioneseestudios@lacaixa.es)

### ■ INFORME MENSUAL

Informe sobre la situación económica (disponible también en inglés)

### ■ ANUARIO ECONÓMICO DE ESPAÑA 2011

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

### ■ COLECCIÓN COMUNIDADES AUTÓNOMAS

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

### ■ CÁTEDRA "la Caixa" ECONOMÍA Y SOCIEDAD

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

### ■ DOCUMENTOS DE ECONOMÍA "la Caixa"

18. Hacia una nueva arquitectura financiera Oriol Aspachs-Bracons, Matthias Bulach, Jordi Gual y Sandra Jódar-Rosell
19. Globalización y decoupling. ¿Hacia un mundo emergente desacoplado de las economías avanzadas? 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

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
8. European Integration at the Crossroads Jordi Gual

### ■ DOCUMENTOS DE TRABAJO

Disponible solo en formato electrónico en: [www.laCaixa.es/estudios](http://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? Alex Ruiz
  - 07/2011. ¿Cuánto capital necesita el sistema financiero español? Maria Pilar Buil y Matthias Bulach
  - 08/2011. La responsabilidad limitada en los créditos hipotecarios: mitos y realidades Maria Pilar Buil y Anna Mialet
  - 09/2011. Tensiones de liquidez y gap comercial: efectos sobre el sistema bancario español Sandra Jódar-Rosell
  - 10/2011. La crisis del euro: causas últimas y soluciones duraderas Jordi Gual
  - 11/2011. ¿Cuándo se recuperarán los precios de la vivienda en Estados Unidos? Jordi Singla
  - 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 Carrascal
- ### ■ 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  
Université 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  
Economista Jefe
- 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

Julio-Agosto 2012

”la Caixa”

Estudios y Análisis Económico

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

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

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

## GRUPO ”la Caixa”: DATOS MÁS RELEVANTES

a 31 de diciembre de 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
<b>TOTAL PRESUPUESTO</b>	<b>500</b>



## ”la Caixa” Research en Twitter

@laCaixaResearch

Conéctate a nuestra página y síguenos en Twitter. Te informaremos puntualmente de las últimas publicaciones de nuestra Área de Estudios y Análisis Económico, así como de otras novedades e innovaciones.

Nuestro objetivo es la creación y difusión de conocimiento en los ámbitos económico y social para contribuir al desarrollo de la sociedad española y europea.

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.

