

Informe Mensual



INMOBILIARIO: BUSCANDO LA SALIDA

La vivienda estadounidense: luz al final del túnel Pág. 12

La lenta recuperación del empleo, generalizada entre estados, refleja obstáculos comunes

¿Burbuja inmobiliaria en China? Pág. 18

Burbujas localizadas en las grandes ciudades costeras del sureste y en la capital

La evolución del sector inmobiliario español: cuestión de matices Pág. 50

La disparidad en el exceso de oferta augura una recuperación a distintas velocidades

Sareb: el banco malo entra en escena Pág. 69

Los precios de transferencia y la gestión de la nueva sociedad resultarán claves para el sector inmobiliario

Previsiones

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

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2011 | | 2012 | | | |
|---|-------------|-------------|-------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | | | | III | IV | I | II | III | IV |
| ECONOMÍA INTERNACIONAL | | | | | | | | | |
| | Previsiones | | | | | Previsiones | | | |
| Producto interior bruto | | | | | | | | | |
| Estados Unidos | 1,8 | 2,2 | 2,0 | 1,6 | 2,0 | 2,4 | 2,1 | 2,3 | 1,8 |
| Japón | -0,7 | 2,3 | 1,2 | -0,7 | -0,6 | 2,8 | 3,3 | 1,7 | 1,7 |
| Reino Unido | 0,7 | -0,2 | 1,2 | 0,6 | 0,7 | -0,1 | -0,5 | -0,1 | 0,0 |
| Zona del euro | 1,5 | -0,5 | 0,3 | 1,3 | 0,6 | 0,0 | -0,4 | -0,7 | -0,6 |
| <i>Alemania</i> | 3,1 | 0,8 | 1,1 | 2,7 | 1,9 | 1,2 | 1,0 | 0,5 | 0,6 |
| <i>Francia</i> | 1,7 | 0,1 | 0,4 | 1,5 | 1,2 | 0,4 | 0,3 | -0,1 | -0,2 |
| Precios de consumo | | | | | | | | | |
| Estados Unidos | 3,1 | 2,1 | 1,9 | 3,8 | 3,3 | 2,8 | 1,9 | 1,7 | 2,1 |
| Japón | -0,3 | 0,0 | 0,1 | 0,2 | -0,3 | 0,3 | -0,1 | -0,2 | 0,0 |
| Reino Unido | 4,5 | 2,6 | 1,9 | 4,7 | 4,7 | 3,5 | 2,7 | 2,4 | 1,8 |
| Zona del euro | 2,7 | 2,5 | 2,1 | 2,7 | 2,9 | 2,7 | 2,5 | 2,5 | 2,4 |
| <i>Alemania</i> | 2,3 | 2,1 | 1,7 | 2,4 | 2,4 | 2,1 | 2,1 | 2,1 | 1,8 |
| <i>Francia</i> | 2,1 | 2,3 | 1,9 | 2,1 | 2,4 | 2,3 | 2,3 | 2,3 | 2,1 |
| ECONOMÍA ESPAÑOLA | | | | | | | | | |
| | Previsiones | | | | | Previsiones | | | |
| Agregados macroeconómicos | | | | | | | | | |
| Consumo de los hogares | -0,8 | -1,6 | -1,3 | -0,2 | -2,4 | -1,5 | -2,2 | -1,5 | -1,1 |
| Consumo de las AA. PP. | -0,5 | -4,7 | -9,7 | -2,7 | -1,1 | -3,6 | -3,0 | -4,8 | -7,5 |
| Formación bruta de capital fijo | -5,3 | -9,8 | -5,6 | -4,2 | -6,0 | -7,7 | -9,4 | -11,5 | -10,5 |
| <i>Maquinaria y bienes de equipo</i> | 2,5 | -6,3 | -1,7 | 3,4 | -1,6 | -6,0 | -7,0 | -7,6 | -4,8 |
| <i>Construcción</i> | -9,0 | -12,4 | -7,5 | -8,0 | -8,6 | -9,5 | -11,8 | -14,3 | -14,0 |
| Demanda nacional (contr. al Δ PIB) | -1,9 | -3,9 | -3,8 | -1,8 | -3,1 | -3,3 | -3,9 | -4,3 | -4,2 |
| Exportación de bienes y servicios | 7,7 | 2,0 | 3,8 | 7,6 | 5,8 | 2,8 | 3,3 | 0,9 | 1,2 |
| Importación de bienes y servicios | -0,8 | -6,1 | -3,5 | -1,2 | -4,9 | -5,9 | -5,4 | -7,4 | -5,7 |
| Producto interior bruto | 0,4 | -1,4 | -1,5 | 0,6 | 0,0 | -0,6 | -1,3 | -1,6 | -2,1 |
| Otras variables | | | | | | | | | |
| Empleo | -1,7 | -4,5 | -3,2 | -1,6 | -2,9 | -3,6 | -4,6 | -5,3 | -4,6 |
| Tasa de paro (% población activa) | 21,6 | 24,9 | 26,3 | 21,5 | 22,9 | 24,4 | 24,6 | 25,0 | 25,4 |
| Índice de precios de consumo | 3,2 | 2,5 | 2,4 | 3,1 | 2,8 | 2,0 | 2,0 | 2,8 | 3,4 |
| Costes laborales unitarios | -1,4 | -2,4 | 0,7 | -1,6 | -1,5 | -1,5 | -2,1 | -3,0 | -2,8 |
| Saldo operaciones corrientes (% PIB) | -3,7 | -2,6 | -0,7 | -2,7 | -2,8 | -5,5 | -1,0 | -2,0 | -1,8 |
| Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB) | -3,4 | -2,1 | -0,1 | -2,4 | -2,3 | -5,3 | -0,5 | -1,4 | -1,2 |
| Saldo público (% PIB) | -9,4 | -8,2 | -6,2 | -6,8 | -14,8 | -5,9 | -11,3 | | |
| MERCADOS FINANCIEROS | | | | | | | | | |
| | Previsiones | | | | | Previsiones | | | |
| Tipos de interés internacionales | | | | | | | | | |
| Fed Funds | 0,25 | 0,25 | 0,25 | 0,25 | 0,25 | 0,25 | 0,25 | 0,25 | 0,25 |
| Repo BCE | 1,23 | 0,88 | 0,75 | 1,47 | 1,25 | 1,00 | 1,00 | 0,75 | 0,75 |
| Bonos EE. UU. 10 años | 2,77 | 1,79 | 1,72 | 2,42 | 2,03 | 2,02 | 1,81 | 1,62 | 1,70 |
| Bonos alemanes 10 años | 2,65 | 1,62 | 2,45 | 2,30 | 1,98 | 1,88 | 1,50 | 1,42 | 1,70 |
| Tipos de cambio | | | | | | | | | |
| \$/Euro | 1,39 | 1,29 | 1,30 | 1,41 | 1,35 | 1,31 | 1,28 | 1,25 | 1,29 |

Índice

1 Editorial

2 Resumen ejecutivo

6 Coyuntura internacional

6 Previsiones del FMI

8 Estados Unidos

12 *La vivienda estadounidense: luz al final del túnel*

15 Japón

17 China

18 *¿Burbuja inmobiliaria en China?*

21 Brasil

22 México

23 Materias primas

25 Unión Europea

25 Actividad económica

27 Mercado de trabajo

29 Precios

30 Sector exterior

31 Sector público

33 Ahorro y financiación

35 Europa emergente

37 Mercados financieros

37 Mercados monetarios
y de capital

46 Coyuntura española

46 Actividad económica

50 *La evolución del sector inmobiliario español: cuestión de matices*

53 Mercado de trabajo

57 Precios

61 Sector exterior

64 Sector público

66 Ahorro y financiación

69 *Sareb: el banco malo entra en escena*

Inmobiliario: buscando la salida

Los precios de la vivienda en Estados Unidos parece que empiezan a repuntar. También en Alemania se detectan subidas. Sin embargo, en los países industrializados de Occidente la tendencia de los precios inmobiliarios es todavía bajista. Es el reflejo del estallido de una burbuja que afectó especialmente a Irlanda, España, Estados Unidos y el Reino Unido, y que ha tenido, o está teniendo, devastadoras consecuencias en términos de crecimiento y empleo.

Tras esta última experiencia, el efecto del estallido de las burbujas inmobiliarias está aún más claro si cabe: prolongadas crisis económicas, con serias repercusiones financieras. Los precios inmobiliarios se desploman, las familias sufren una mengua de su riqueza con relación a su deuda, las entidades financieras se debilitan, el paro se extiende y las dificultades para hacer frente a los pagos hipotecarios se disparan.

Además, las burbujas inmobiliarias suelen ir acompañadas de una intensa subida de la deuda de los hogares (hipotecas, pero también préstamos personales y deuda por tarjeta de crédito). En la fase del estallido, el peso de esta deuda condiciona estrechamente las decisiones de gasto de los hogares por un periodo de tiempo que puede ser muy prolongado, especialmente si no se toman medidas para acelerar el proceso (reconocimiento de pérdidas por parte de los acreedores, reestructuración de deudas, reducción de capacidad del sector financiero).

Las burbujas de activos se convierten en un grave riesgo financiero cuando la exposición de los bancos a las mismas es elevada. Los balances se contaminan de créditos impagados, la solvencia de las entidades se pone en entredicho y el crédito se contrae. En la crisis actual, algunos intentos de las autoridades de estabilizar el riesgo financiero han arrastrado a los propios Estados, creando un vínculo perverso entre el riesgo bancario y el soberano.

En España, como se señala en uno de los recuadros incluidos en este Informe Mensual, el ajuste del sector inmobiliario se halla cerca de su quinto año. Los precios de las casas han retrocedido hasta niveles de 2004 en términos nominales y el número de viviendas iniciadas es la décima parte del registro de 2006, cuando se alcanzó el máximo. A pesar de esta intensa corrección, es probable que no se haya tocado fondo. Todavía existe un exceso de oferta, en forma de inmuebles en venta, si bien su distribución geográfica es muy desigual, con preponderancia de la vivienda turística. Por el lado de la demanda, una demografía en retroceso y una economía en recesión no dan apoyo a una revitalización de las ventas. La accesibilidad del hogar medio a una vivienda –precio con relación a la renta– ha mejorado sustancialmente gracias al descenso de los precios y de los tipos de interés. No obstante, el retroceso de la renta disponible de los hogares, el endurecimiento de las condiciones del crédito y las subidas fiscales no ayudan.

Los cambios regulatorios introducidos en 2012 deben conducir a la salida del túnel del *shock* inmobiliario. Se trata, en primer término, del impulso del mercado del alquiler, cuya importancia actual es anormalmente reducida en comparación con los países de nuestro entorno. La eliminación de los incentivos fiscales a la propiedad debe también contribuir a un mercado del alquiler más eficiente y dinámico. Por otra parte, la creación de una entidad gestora de activos inmobiliarios problemáticos persigue sanear los balances de las entidades de crédito intervenidas para facilitar la reestructuración del sistema. La gestación acertada de esta sociedad y su gestión efectiva a lo largo de los próximos meses constituye un paso positivo para aspirar a una reactivación sostenible del mercado inmobiliario y de la economía en general.

RESUMEN EJECUTIVO

Moderado avance de la actividad global.

Estados Unidos, a la expectativa de los resultados de las elecciones presidenciales.

El crecimiento se desacelera en China, pero las perspectivas son positivas.

Discreta mejora de las expectativas económicas globales

En esta recta final del año, algunos factores están contribuyendo a una relativa mejora de las expectativas de crecimiento global y a la recuperación de parte de la confianza de los inversores. Los indicadores adelantados de actividad, aunque siguen mostrando debilidades, parecen haber interrumpido el deterioro de meses atrás. Por otra parte, al respaldo prestado por los respectivos bancos centrales a las economías de Estados Unidos y Europa se han unido los acuerdos entre los líderes políticos de la eurozona para dotar de mayor credibilidad al objetivo de alcanzar una unión monetaria y fiscal estable. Sin embargo, hasta finales de año son varios los aspectos que centrarán la atención de los mercados. Entre ellos destacan las elecciones presidenciales y el desequilibrio fiscal estadounidense, así como la celebración de reuniones europeas de especial relevancia para el futuro de la eurozona. En España, las próximas semanas también se presentan cruciales, a la espera de si finalmente el Gobierno apelará al fondo de rescate europeo para un segundo plan de ayuda.

En Estados Unidos, la actividad cobra vigor, tal como muestran los datos del producto interior bruto (PIB) del tercer trimestre. La economía creció un 0,5% intertrimestral, un 2,3% interanual, gracias al tirón del consumo privado, al ciclo de existencias y a la inversión en construcción. Con esto, prevemos un avance para el conjunto de 2012 de un 2,1%. Sin embargo, las perspectivas para los próximos trimestres son algo más menguadas, ya que esperamos un crecimiento para el conjunto de 2013 que apenas llegará el 2%. Los riesgos de esta previsión son a la baja. En primer

lugar, por los desequilibrios de las finanzas públicas, donde cabe esperar un acuerdo legislativo entre republicanos y demócratas para limitar al 1% del PIB la merma sobre el crecimiento que tendría el ajuste fiscal previsto para 2013. En segundo lugar, la previsión asume la continuidad de la recuperación del empleo a los ritmos actuales, algo que no está del todo asegurado. Finalmente, un tercer riesgo sigue siendo un eventual empeoramiento de la economía de la eurozona, que debilitaría la demanda de exportación y endurecería las condiciones financieras globales.

En China, el PIB creció un 7,4% interanual en el tercer trimestre del año, por debajo del 7,6% del trimestre anterior, pero en línea con las previsiones del consenso. Asimismo, en términos intertrimestrales, y según fuentes oficiales, el crecimiento mejoró desde el 1,5% en el primer trimestre, el nivel más bajo del año, hasta el 2,2% en el tercero. El dato es razonablemente positivo y se suma a otros indicadores recientes que sugieren un cierto repunte del gigante asiático. De hecho, los indicadores avanzados de oferta de septiembre han mejorado, como en los casos del índice de gestores de compras de manufacturas o la producción industrial. En definitiva, los estímulos fiscales lanzados en el segundo trimestre y la mejora de las exportaciones han alejado los temores de un aterrizaje brusco de la economía asiática y esperamos que el repunte prosiga en el cuarto trimestre y más allá, respaldado por los planes de inversión en infraestructuras, y por nuevas medidas estructurales de apoyo a la demanda interna y a los servicios.

En la zona del euro, después de una contracción del PIB del 0,2% en el segundo trimestre, los indicadores adelantados de acti-

vidad más recientes apuntan a una caída similar para el tercero. Los indicadores de demanda de este periodo muestran señales de debilidad. El último informe de perspectivas de la economía mundial del Fondo Monetario Internacional ha revisado a la baja las previsiones de crecimiento del PIB en una décima para 2012, hasta el -0,4%, y en cinco décimas para 2013, hasta el 0,2%. Dicho informe identifica la zona del euro como el principal foco del debilitamiento de la economía global, y, por lo tanto, urge a los líderes europeos a implementar con celeridad las políticas acordadas para lograr una mayor integración económica y financiera. De hecho, el Fondo advierte que el riesgo más inmediato sigue siendo el retraso o la insuficiencia de los acuerdos políticos, lo que podría conllevar un recrudecimiento de la crisis de la zona del euro.

En este sentido, en octubre pueden inventariarse avances en el ámbito institucional. En la cumbre europea celebrada a mediados de mes se debatió uno de los aspectos primordiales de la resolución de la crisis de deuda soberana: la unión bancaria. El primer paso para la misma es la creación del mecanismo único de supervisión del conjunto de la banca, papel que desempeñará el Banco Central Europeo (BCE). Aunque en un principio se había acordado que el supervisor bancario debería estar plenamente operativo a principios del próximo año, su puesta en marcha se producirá previsiblemente a lo largo de 2013. En todo caso, en el Consejo Europeo de diciembre deberá aprobarse el mecanismo de supervisión única del sistema bancario de la zona del euro, así como las condiciones para la recapitalización directa a la banca, a través del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE). Por lo que respecta al fortalecimiento de la gobernanza fiscal, se pretende aprobar dos nuevas propuestas legislativas que se centran en la supervisión de los planes presupuestarios de los Estados miembros. Para ello, se establecerán requisitos adicionales que aseguren una mejor gestión y un seguimiento más estrecho de los presupuestos nacionales.

Como viene siendo habitual en los últimos meses, la evolución de los mercados de deuda soberana ha estado marcada por el devenir de los acontecimientos en el seno de la eurozona y por el efecto de los anuncios de los bancos centrales en las expectativas de los inversores. En el caso de los países de la periferia europea, el aspecto más destacable ha sido la continuidad del proceso de normalización de las primas de riesgo soberanas de España e Italia. En el caso español, la garantía de la actuación del BCE en los mercados secundarios de deuda pública, previa solicitud de una línea preventiva de financiación del MEDE y cumplimiento de una estricta condicionalidad fiscal, ha sido motivo suficiente para abrir un margen al descenso de la rentabilidad de los bonos nacionales (el bono a 10 años descendió hasta el 5,35%, el nivel más bajo desde abril). Esta circunstancia, así como las reformas financieras, fiscales y estructurales emprendidas por las autoridades y el acceso a los mercados de capitales extranjeros, han servido para que las principales agencias de *rating* hayan mantenido la calificación de la deuda española en el grado de inversión. En este contexto, el Tesoro ha aprovechado para realizar nuevas emisiones de obligaciones a un coste inferior que en ocasiones anteriores y con un creciente grado de aceptación entre los inversores internacionales.

Por otra parte, el tipo de cambio medio del euro se ha mantenido en su cruce con el dólar en torno a los 1,30 dólares. Esta circunstancia, que representa una moderada infravaloración del dólar respecto al nivel de equilibrio según la paridad de poder de compra, encuentra su justificación en varios aspectos. Uno de ellos es el efecto de la política monetaria ultralaxa de la Fed, que mantiene el precio de la divisa en niveles artificialmente bajos. Adicionalmente, en Europa se han reducido los riesgos de ruptura de la unión monetaria gracias a las garantías prestadas por el BCE y a los acontecimientos políticos y financieros de las últimas semanas.

La zona del euro se convierte en el lastre de la economía mundial.

El Consejo Europeo avanza en la unión bancaria y en la disciplina fiscal.

España se beneficia de la relajación de las primas de riesgo.

El euro se mantiene y las bolsas logran avances significativos.

El crecimiento de la actividad en España en el tercer trimestre se ve favorecido por el avance de las compras por el efecto IVA...

...pero es necesario mantener el esfuerzo por sanear las finanzas públicas y para avanzar en las reformas estructurales.

Como no podía ser de otra manera, la marcha de la renta variable también ha estado determinada por los cambios que se han producido en el escenario económico y financiero global. La incipiente dinamización de la economía norteamericana, los acuerdos políticos alcanzados en el seno de la eurozona al respecto de la unión económica y monetaria, la visibilidad de futuras soluciones para Grecia dentro del euro y la calificación crediticia favorable de España son elementos que han facilitado un soporte para la estabilización de las expectativas.

Es cierto que estos factores han suscitado el aumento de la confianza de los inversores y su preferencia por activos de mayor riesgo, pero este sentimiento todavía no se ha trasladado por completo a la capitalización de los principales índices bursátiles. Existen aspectos, en su mayoría de carácter político (las elecciones presidenciales de Estados Unidos, el relevo de la cúpula dirigente del Partido Comunista Chino) y económico (el *fiscal cliff* norteamericano) que amenazan en el corto plazo la sostenibilidad de la subida de la renta variable.

Por lo que se refiere a la economía española, el Instituto Nacional de Estadística señaló que en el tercer trimestre la actividad continuó contrayéndose, aunque a un ritmo menor del que se esperaba. El PIB retrocedió a una tasa intertrimestral del 0,3%, lo que situaría la tasa de variación anual en el -1,6%, frente al -2,1% anticipado por los analistas. La explicación de este mejor comportamiento de la actividad en el tercer trimestre es el incremento del consumo de los hogares, cuya tasa de crecimiento intertrimestral entre julio y septiembre se situaría cerca del 0,1%.

Este repunte del consumo privado se debe a que los consumidores anticiparon algunas compras en los meses de julio y agosto ante la subida del impuesto sobre el valor añadido (IVA) a partir del 1 de septiembre. El índice general del comercio minorista registró en agosto una variación

anual del 1,6%, lo que supone un aumento considerable comparado con el crecimiento tendencial observado en lo que va de año. Destaca el incremento de las ventas en bienes de equipo del hogar y bienes de consumo duradero. Asimismo, las matriculaciones de automóviles también mostraron un aumento en agosto del 3,4%. Sin embargo, en septiembre, tras el incremento del IVA, la caída fue muy acusada, situándose en el -36,8%. Este hecho apunta a que el repunte del consumo del tercer trimestre fue temporal y, por lo tanto, es de esperar que en el cuarto trimestre del año se produzca una recaída del gasto de consumo privado.

Por tanto, el mejor comportamiento de la economía en el tercer trimestre no señala un cambio de tendencia en el corto plazo. Más bien se espera una aceleración de la contracción en lo que queda de año y probablemente durante los primeros trimestres de 2013. A partir de ahí, cabe esperar una recuperación lenta pero gradual de la economía, que se consolidaría en 2014. El entorno de debilidad económica de la zona del euro y, en general, de la economía mundial no va a facilitar la estabilización del crecimiento en España. La creación de una unión bancaria, el estrechamiento del control sobre los presupuestos nacionales y la reestructuración bancaria que se está llevando a cabo deben generar confianza y contribuir al acceso de gobiernos y empresas a la financiación exterior. Sin embargo, la lentitud en los avances no permite confiar en una pronta normalización de la financiación de las economías de la periferia de la eurozona. Mientras ello no se produce, los gobiernos nacionales deben desplegar los esfuerzos necesarios para sanear sus finanzas y para adoptar las reformas estructurales que permitan consolidar las ganancias en competitividad conseguidas durante este periodo recesivo y sentar las bases para una recuperación económica sostenible y equilibrada.

30 de octubre de 2012

CRONOLOGÍA

2011

- 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**.
- julio 5** El **Banco Central Europeo** baja el tipo de interés oficial al 0,75%.
13 El Gobierno aprueba un **importante paquete de ajuste**, con un ahorro estimado en 65.000 millones de euros hasta 2014, mediante diversas medidas fiscales y de recorte de gastos.
20 El Gobierno anuncia la **liberalización del transporte ferroviario** a partir de julio de 2013.
- agosto 3** El Gobierno aprueba el **plan presupuestario para 2013 y 2014** para cumplir con los compromisos de consolidación fiscal.
22 Rusia ingresa en la **Organización Mundial del Comercio**.
- septiembre 6** El **Banco Central Europeo** aprueba un **programa para comprar deuda soberana** a corto plazo en determinadas condiciones.
27 El Gobierno aprueba el proyecto de **Ley de Presupuestos Generales del Estado para 2013**.

AGENDA

Noviembre

- 5 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (septiembre).
- 6 Elecciones presidenciales de Estados Unidos.
- 7 Índice de producción industrial (septiembre).
- 8 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 13 IPC (octubre).
- 15 Contabilidad Nacional Trimestral (tercer trimestre).
Avance del PIB de la UE (tercer trimestre).
IPC armonizado de la UE (octubre).
- 21 Comercio exterior (septiembre).
- 23 Precios industriales (octubre).
- 27 Ingresos y gastos del Estado (octubre).
- 30 Avance IPC (noviembre).
Balanza de pagos (septiembre).

Diciembre

- 4 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (octubre).
- 5 Índice de producción industrial (octubre).
- 6 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 11 Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 13 IPC (noviembre).
- 14 IPC armonizado de la UE (octubre).
Coste laboral.
- 20 Ingresos y gastos del Estado (noviembre).
- 21 Comercio exterior (octubre).
Precios industriales (noviembre).
- 28 Balanza de pagos (octubre).

COYUNTURA INTERNACIONAL

El FMI espera un crecimiento global del 3,3% para 2012 y del 3,6% para 2013.

Previsiones del FMI: un crecimiento débil necesitado de ayudas

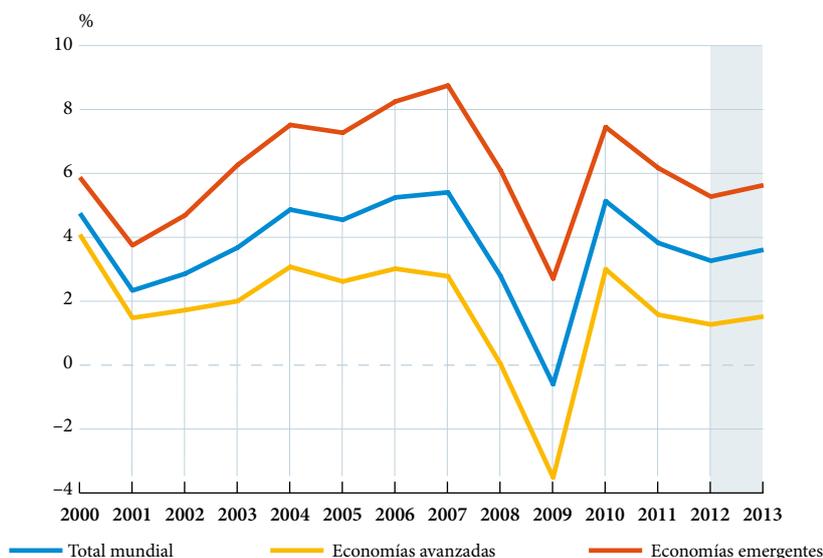
En su informe de perspectivas de la economía mundial de octubre, el Fondo Monetario Internacional (FMI) ve mayores riesgos para el crecimiento global de lo que se preveía en el informe de abril y en la revisión de julio. Así, la ralentización será más intensa en 2012 y la recuperación de 2013 será más débil de lo previsto. La causa de esto es la persistente debilidad del sistema financiero y una consolidación fiscal que, según el Fondo, está teniendo mayores efectos de lo que se pensaba sobre el crecimiento de las economías avanzadas. Adicionalmente, esta mayor debilidad de las economías avanzadas conlleva un aumento de la incertidumbre. Las políticas adoptadas hasta el momento en las economías

avanzadas no han conseguido parar esta incertidumbre, que se está contagiando, a su vez, a las economías emergentes por la vía de una disminución de los flujos de comercio y de unas mayores tensiones financieras. De la reducción de esta incertidumbre y de la adopción de políticas adecuadas depende, en gran parte, la salida de esta crisis.

El crecimiento global para 2012 se ralentiza hasta el 3,3%, por debajo de lo que se preveía en julio, mientras que para 2013 se espera una mejora del crecimiento hasta el 3,6%. La recuperación es desigual. Las economías avanzadas crecerán, según el Fondo, un 1,3% en 2012, una debilidad que también continuará en 2013 con un avance previsto del 1,5%, netamente por debajo de lo que se pensaba a principios del

UNA RALENTIZACIÓN MÁS INTENSA DE LO PREVISTO

Variación interanual del producto interior bruto



NOTA: 2012 y 2013 son previsiones.

FUENTE: Fondo Monetario Internacional.

verano. Por su parte, las economías emergentes también ven sus expectativas algo disminuidas, aunque su crecimiento seguirá siendo relativamente más robusto en 2012 y 2013, con tasas del 5,3% y del 5,6%, respectivamente.

Esta previsión se basa en el cumplimiento de dos premisas cruciales: la europea y la estadounidense. La premisa europea es que los políticos europeos sean capaces de adoptar políticas que hagan amainar gradualmente las tensiones financieras que se dan en la periferia de la eurozona. En este sentido, el Banco Central Europeo ya hizo su contribución con la creación de un nuevo programa de compras de deuda pública con el objetivo de hacer llegar los bajos tipos de referencia a los costes de endeudamiento de la periferia del euro. Pero queda pendiente articular un camino para la unión bancaria y acordar una hoja de ruta

para una mayor integración fiscal en la eurozona. La segunda premisa es que los políticos estadounidenses serán capaces de evitar las subidas de impuestos y los recortes de gastos (el ajuste fiscal) previstos en la ley presupuestaria para 2013. Estos acuerdos deberían incluir la subida del techo legal de la deuda pública y el establecimiento de un camino creíble de consolidación fiscal para la economía estadounidense.

Los riesgos a la baja han aumentado. Para el Fondo, la crisis de la eurozona es el mayor riesgo para el crecimiento global, con una posibilidad de incumplimiento de la premisa europea que es difícil de cuantificar. También podría darse un incumplimiento de la premisa estadounidense, que acercaría a Estados Unidos a una recesión. Adicionalmente, la eficacia de las políticas monetarias expansivas adoptadas podría estar disminuyendo. A medio

La capacidad de adoptar políticas para controlar la crisis del euro y evitar una recaída de la economía estadounidense es crucial.

PREVISIONES DEL FMI

Variación anual en porcentaje (*)

| | PIB | | Precios de consumo | | Tasa de paro (**) | |
|--|-------------|------------|--------------------|------------|-------------------|-------------|
| | 2012 | 2013 | 2012 | 2013 | 2012 | 2013 |
| Estados Unidos | 2,2 | 2,1 | 2,0 | 1,8 | 8,2 | 8,1 |
| Japón | 2,2 | 1,2 | 0,0 | -0,2 | 4,5 | 4,4 |
| China | 7,8 | 8,2 | 3,0 | 3,0 | 4,1 | 4,1 |
| Alemania | 0,9 | 0,9 | 2,2 | 1,9 | 5,2 | 5,3 |
| Francia | 0,1 | 0,4 | 1,9 | 1,0 | 10,1 | 10,5 |
| Italia | -2,3 | -0,7 | 3,0 | 1,8 | 10,6 | 11,1 |
| Reino Unido | -0,4 | 1,1 | 2,7 | 1,9 | 8,1 | 8,1 |
| España | -1,5 | -1,3 | 2,4 | 2,4 | 24,9 | 25,1 |
| Zona del euro | -0,4 | 0,2 | 2,3 | 1,6 | 11,2 | 11,5 |
| Economías avanzadas | 1,3 | 1,5 | 1,9 | 1,6 | 8,0 | 8,1 |
| Países en desarrollo | 5,3 | 5,6 | 6,1 | 5,8 | ... | ... |
| <i>América Latina</i> | 3,7 | 4,1 | 6,4 | 5,9 | ... | ... |
| <i>Europa del Este y Central</i> | 1,9 | 2,9 | 6,2 | 4,5 | ... | ... |
| <i>Asia emergente</i> | 6,7 | 7,2 | 5,0 | 4,9 | ... | ... |
| Total mundial | 3,3 | 3,6 | 4,0 | 3,7 | ... | ... |
| Comercio mundial en volumen (***) | 3,2 | 4,5 | | | | |

NOTAS: (*) Previsiones de abril de 2012.

(**) Porcentaje sobre población activa.

(***) Bienes y servicios.

FUENTE: Fondo Monetario Internacional.

Estados Unidos crece un 2,3% interanual ayudado por el repunte del consumo y la construcción.

plazo, la persistencia de elevadas deudas públicas constituye otro lastre importante al crecimiento. Por otra parte, los desequilibrios por cuenta corriente deben seguir disminuyendo, con ajustes en los países deficitarios y medidas de estímulo a la demanda interna en Alemania y China.

Estados Unidos: repunte alcista y horizonte precario

La actividad cobra vigor, tal como muestran los datos del producto interior bruto (PIB) del tercer trimestre, que se publicaron al cierre de este informe. La economía creció un 0,5% intertrimestral, un 2,3% interanual, gracias al tirón del consumo privado y a la inversión en construcción. Con esto, prevemos un avance para el conjunto de 2012 de un 2,1%. Sin embargo, las perspectivas para los tres trimestres subsiguientes cobran un tono más apagado, con un crecimiento para el conjunto de 2013 que apenas llegará al 2,0%. Los riesgos de esta previsión son a la baja, para una eco-

nomía cuyo déficit público será del 8,7% en 2012 y con una deuda gubernamental que supera el tamaño del PIB. En primer lugar, supone un acuerdo legislativo entre republicanos y demócratas para limitar al 1% del PIB la merma sobre el crecimiento que tendría el ajuste fiscal previsto para 2013. También supone una continuidad de la recuperación del empleo a los ritmos actuales, lo que queda en la banda optimista. Un tercer riesgo sigue siendo el de una recaída de la economía de la eurozona, que debilitaría la demanda para las exportaciones y un endurecimiento de las condiciones financieras globales, que también afectaría a Estados Unidos.

Los últimos indicadores ya venían apuntando este mejor tono del tercer trimestre. El consumo privado gana vigor, con unas ventas al por menor que, sin los volátiles automóviles y gasolina, crecieron un 4,4% interanual en septiembre, intensificando el tirón de agosto. El consumo recobra así el empuje del primer trimestre, cuando se vio beneficiado por una climatología anor-

Ventas minoristas, confianza de los consumidores y actividad empresarial evolucionan al alza, pero los ingresos no.

ESTADOS UNIDOS: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

| | 2010 | 2011 | 2011 | | | 2012 | | |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|------------|
| | | | IV | I | II | Julio | Agosto | Septiembre |
| PIB real | 2,4 | 1,8 | 2,0 | 2,4 | 2,1 | ... | 2,3 | ... |
| Ventas al por menor | 5,5 | 8,0 | 7,4 | 6,6 | 4,7 | 4,0 | 5,0 | 5,4 |
| Confianza del consumidor (1) | 54,5 | 58,1 | 53,6 | 67,5 | 65,3 | 65,4 | 61,3 | 70,3 |
| Producción industrial | 5,4 | 4,1 | 4,1 | 4,4 | 4,8 | 4,3 | 2,6 | 2,8 |
| Índice actividad manufacturera (ISM) (1) | 57,3 | 55,2 | 52,4 | 53,3 | 52,7 | 49,8 | 49,6 | 51,5 |
| Viviendas iniciadas | 5,7 | 4,5 | 25,1 | 22,5 | 28,5 | 18,6 | 30,5 | 34,8 |
| Tasa de paro (2) | 9,6 | 9,0 | 8,7 | 8,3 | 8,2 | 8,3 | 8,1 | 7,8 |
| Precios de consumo | 1,6 | 3,2 | 3,3 | 2,8 | 1,9 | 1,4 | 1,7 | 2,0 |
| Balanza comercial (3) | -494,7 | -559,9 | -559,9 | -571,0 | -568,8 | -565,7 | -565,1 | ... |
| Tipo de interés interbancario 3 meses (1) | 0,3 | 0,3 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,4 | 0,4 | 0,4 |
| Tipo de cambio efectivo nominal (4) | 75,3 | 70,9 | 72,3 | 72,8 | 73,9 | 75,2 | 74,2 | 72,6 |

NOTAS: (1) Valor.

(2) Porcentaje sobre población activa.

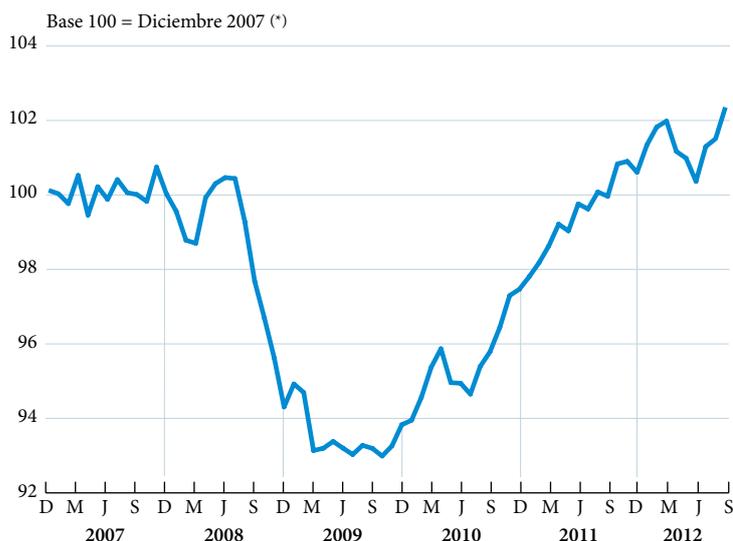
(3) Saldo acumulado de 12 meses de la balanza de bienes y servicios. Miles de millones de dólares.

(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 TIRÓN DEL CONSUMO

Ventas minoristas reales sin automóviles ni gasolina



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

FUENTES: Departamento de Comercio y elaboración propia.

malmente benigna. La continuidad de este tirón consumista es incierta, empero, ya que obedece en gran parte a una reducción de la tasa de ahorro. Así, los ingresos de los hogares de agosto descendieron, en términos reales, un 0,4 respecto a un dato de julio que ya mostraba signos de estancamiento.

Este buen tono del tercer trimestre también encuentra correspondencia en la percepción de consumidores y empresarios. Así, el índice de confianza de los consumidores del Conference Board repuntó con fuerza en septiembre, pasando de 61,3 al nivel de los 70,3 puntos, un registro que, salvo dos meses aislados, no se daba desde inicios de 2008. Por su parte, si el índice del Institute for Supply Management (ISM) de manufacturas tuvo una ganancia moderada llegando al nivel de los 51,1 puntos, el ISM de los servicios, que representan el 83,6% del total de empleos del sector privado, sobrepasó las expectativas con un índice general que llegó a los 55,1 puntos, y con un componente de actividad de negocios que se encaramó hasta los 59,9

puntos, un nivel que históricamente se corresponde con crecimientos del PIB cercanos al 4,0%.

El mercado de la vivienda fue otro apoyo al rebrote de la actividad. Los precios están en una senda de crecimiento gradual pero sostenido, con un índice Case-Shiller de precios de la vivienda de segunda mano que registró en julio su sexto incremento consecutivo, acumulando una ganancia del 4,0% desde enero. Esta apreciación de los inmuebles debe transmitir vigor al consumo privado por el efecto riqueza y también porque, al aumentar su valor respecto a la deuda hipotecaria, favorece las refinanciaciones de hipotecas. Las hipotecas en Estados Unidos son predominantemente de tipo fijo. La tercera expansión cuantitativa que la Reserva Federal emprendió en septiembre busca seguir reduciendo el tipo de interés hipotecario y que los hogares puedan refinanciar sus hipotecas a tipos más bajos, lo que supone pagar una menor cuota mensual y, por consiguiente, un aumento de la renta disponible

ESTADOS UNIDOS: LOS EMPRESARIOS EMPIEZAN A CREER EN LA RECUPERACIÓN

Nivel de los índices del ISM (*)



NOTA: (*) Un nivel de 50 implica que hay tantas respuestas optimistas como pesimistas.

FUENTES: Institute for Supply Management y elaboración propia.

El sector de la vivienda también contribuye al crecimiento con unos precios al alza y el mayor vigor de la construcción.

que, a su vez, debería revertir en el consumo. Los datos de la última semana de septiembre dan razones para el optimismo, ya que el monto de las refinanciaciones alcanzó su máximo nivel desde abril de 2009.

La construcción también está contribuyendo al crecimiento. En septiembre se iniciaron 872.000 viviendas, en términos anuales, lo que supone un incremento del 15,0% respecto a agosto. Así, el nivel actual casi dobla ya al mínimo de 478.000 viviendas iniciadas en abril de 2009. Aunque el sector sigue muy empujado respecto al conjunto de la economía, lejos del nivel que podría considerarse normal para la economía estadounidense –1,6 millones– es de esperar que la construcción siga ganando terreno a lo largo de 2013.

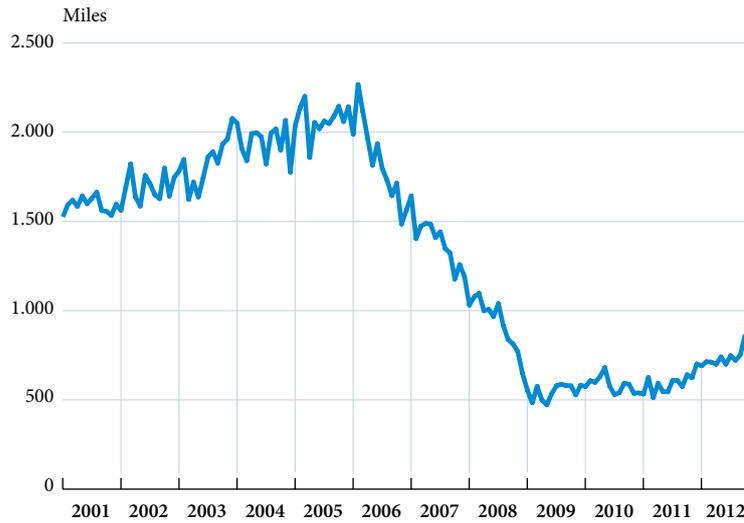
La recuperación del empleo se ralentiza.

El gran lastre de la economía estadounidense sigue siendo, empero, el mercado laboral. En septiembre se crearon 114.000 empleos netos y la tasa de paro bajó del 8,1% al 7,8%. Pero la realidad es peor de lo

que muestran estas cifras. Tras la excepción del primer trimestre, el promedio mensual de empleos creados en los últimos seis meses es de 106.000, por debajo de los 153.000 correspondientes al de 2011. A este ritmo, el nivel de empleo de enero de 2008, previo al inicio de la gran recesión, no se alcanzaría hasta 2016. Asimismo, esta previsión no tiene en cuenta los 8,5 millones de subempleados, trabajadores que están involuntariamente a tiempo parcial, que absorberán una parte de las ofertas de trabajo que se vayan creando, retrasando así el descenso de la tasa de paro. Esto provoca una situación de persistencia, que se refleja en la elevada proporción de parados que llevan más de seis meses sin trabajar, que, en el 40,1%, casi dobla el máximo de crisis anteriores. Esta persistencia hace que crezca el número de desanimados que salen del mercado laboral lo que, unido a factores demográficos, ha provocado un descenso de la tasa de actividad –la proporción de personas de más de 16 años que forma parte de la población activa, trabajando o bus-

ESTADOS UNIDOS: LA CONSTRUCCIÓN AFIRMA SU INCIPIENTE RECUPERACIÓN

Viviendas iniciadas en términos anuales



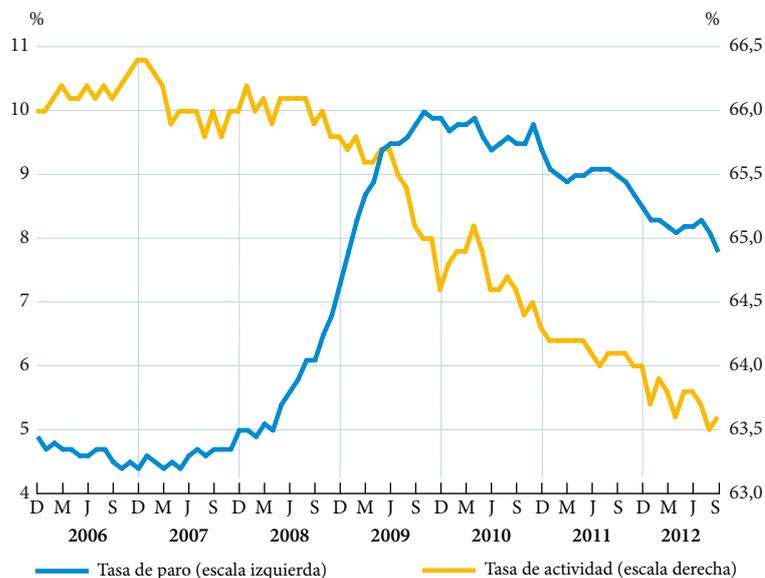
FUENTES: Department of Commerce y elaboración propia.

cando trabajo– que pasó del 66,0% de inicios de 2008 al 63,6% de septiembre de 2012. Esta menor tasa de actividad ha facilitado que la tasa de desempleo disminuyera

más de lo que cabría esperar con la actual creación de empleo, ya que los desanimados no cuentan como parados. El riesgo es que esta situación acabe hacién-

ESTADOS UNIDOS: A MENOR TASA DE ACTIVIDAD, MENOR TASA DE PARO

Tasa de desempleo y tasa de actividad (*)



NOTA: (*) Tasa de actividad: población activa (empleados más parados que buscan trabajo) respecto a la población mayor de 16 años. Tasa de paro: desempleados/población activa.
FUENTES: Bureau of Labor Statistics y elaboración propia.

El IPC general y el IPC subyacente suben un moderado 2,0%.

dose estructural, ya que las posibilidades de encontrar empleo disminuyen cuanto más tiempo se lleva en el paro, lo que acabaría mermando las posibilidades productivas de la economía estadounidense.

La perspectiva de una permanente debilidad del empleo, junto con la tendencia de moderación que muestran los precios, propició que la Fed iniciase en septiembre su tercera expansión cuantitativa, consciente de que los riesgos están más en la insuficiencia del crecimiento que en las tensiones inflacionistas. Las subidas de precios se ven limitadas por la baja utilización de la capacidad productiva, que compensa con creces los efectos alcistas que pueda tener una apreciación de las materias primas que, por otra parte, parece estar ya agotada. El índice de precios al consumo (IPC) siguió repuntando, con un

incremento del 2,0% interanual en septiembre –1,7% en agosto–, influenciado por efectos de base en el precio del petróleo que deberían cambiar de signo en los próximos meses. Por su parte, el IPC subyacente, que excluye los precios energéticos y los de alimentación, tuvo un prácticamente invariado incremento del 2,0% interanual, un 1,8% sin el efecto de los alquileres imputados.

En lo referente al sector exterior, el déficit comercial de bienes y servicios de agosto aumentó hasta los 44.217 millones de dólares, por el incremento de precios de la factura energética. Sin embargo, el déficit que excluye el petróleo y derivados descendió hasta los 20.754 millones de dólares. La parte negativa fue el retroceso de las exportaciones por segundo mes consecutivo, a causa de la débil demanda global.

El saldo comercial aumenta por el precio del petróleo y las exportaciones flaquean.

La vivienda estadounidense: luz al final del túnel

Si se tuviera que señalar un punto de inicio de la Gran Recesión, pocas dudas habría de que todo empezó en el sector de la vivienda estadounidense, con la crisis de las hipotecas *subprime*. Paradójicamente, cuando muchas economías todavía siguen sufriendo los efectos de la crisis, con países como España e Italia que seguirán retrocediendo en 2013, la vivienda estadounidense ya ha tomado la senda de la recuperación. Esto ya se dijo en 2010. Pero los brotes verdes de la vivienda de entonces resultaron ser engañosos. Sin embargo, esta vez es diferente. Este recuadro intentará mostrar por qué esta vez la recuperación del sector inmobiliario, aunque gradual y modesta, será más sostenible y duradera que entonces.

Antecedentes: un punto de partida muy bajo y unos brotes verdes que acabaron marchitos

La crisis de la vivienda estadounidense fue inédita. Desde los años sesenta, que es cuando empiezan las estadísticas más significativas, no había habido caídas similares ni por asomo. Los precios de la vivienda de segunda mano del índice Case-Shiller retrocedieron un 31,8%, un 35,9% en términos reales, entre abril de 2006 y abril de 2009. Asimismo, la inversión en construcción cayó un 57,5% de inicios de 2006 a inicios de 2010, restando 3,5 puntos porcentuales del total del PIB. La consecuencia más nefasta fue, empero, la pérdida de empleo. El sector de la construcción perdió en la crisis 2,25 millones de empleos, un 25,6% del total que perdió el conjunto de la economía. Además, el empleo de construcción sigue anclado en el fondo, sin participar de la leve recuperación que se está dando a nivel general.

Con la recesión se creó un círculo vicioso entre la caída de los precios de la vivienda y el empleo. El aumento del paro provocó una ralentización en la creación de hogares y un aumento de la morosidad que acababa en viviendas

ejecutadas por impago. Menos hogares y más viviendas ejecutadas engrosaron el fondo de viviendas desocupadas empezando una situación de sobreoferta. Esta sobreoferta impidió la recuperación de los precios y dejó al sector prácticamente paralizado. La persistencia de los precios bajos de los inmuebles lastró el consumo de los hogares a través del efecto riqueza e impidió la refinanciación de muchas hipotecas a tipos más bajos porque el principal superaba el valor de la vivienda hipotecada.

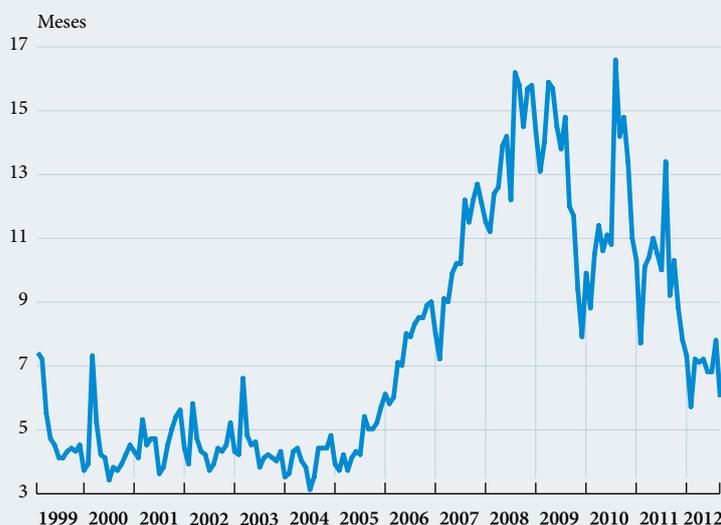
Las ayudas estatales a la compra de viviendas y al pago de los créditos trajeron una breve y moderada recuperación de precios y ventas que vino a conocerse como los «brotos verdes». El índice Case-Shiller de precios subió un 4,7% entre abril de 2009 y mayo de 2010 y la venta de inmuebles tuvo un intenso repunte en noviembre de 2009, coincidiendo con el final de las ayudas estatales que la llevó a niveles casi de precrisis. Pero la inversión en construcción siguió anclada en el fondo, la sobreoferta persistió y los «brotos verdes» quedaron marchitos. Los precios encararon una senda de descensos graduales pero ininterrumpidos que se prolongó hasta febrero de 2012, con un índice Case-Shiller que llegó a perder un 42,1% respecto al máximo de abril de 2006, en términos reales.

2012: la luz al final del túnel

La recuperación del sector inmobiliario llegó en 2012. La mejora es gradual y poco intensa, pero sostenida. Así, el índice de precios Case-Shiller acumula un crecimiento del 3,9% entre febrero y julio. La venta de viviendas de segunda mano, que representa el 90% del total, ha aumentado un 10,2% desde inicios de año y, a diferencia del tiempo de los «brotos verdes», la oferta también se mueve. Así, las viviendas iniciadas de agosto se situaban un 29,1% por encima del nivel del mismo periodo del año anterior y el sentimiento entre los promotores es más optimista que hace unos meses. Hay que constatar, empero, que los ritmos de crecimiento son moderados y el punto de partida es bajo. Así, por ejemplo, la inversión en construcción residencial del segundo trimestre de 2012 alcanzó a ser el 2,4% del conjunto de la economía, por encima del 2,2% del mínimo del tercer trimestre de 2011 pero

ESTADOS UNIDOS: YA NO HAY QUE ESPERAR TANTO PARA VENDER UNA CASA

Promedio de meses necesarios para vender una vivienda de segunda mano



FUENTES: US Census y elaboración propia.

lejos del promedio del 4,1% de los años noventa. Pero, aún con esta intensidad modesta, la inversión en vivienda acumula un incremento del 12,4% desde el inicio de 2011 y lleva contribuyendo positivamente desde entonces al crecimiento de la economía. La pregunta clave es si esta recuperación tendrá continuidad.

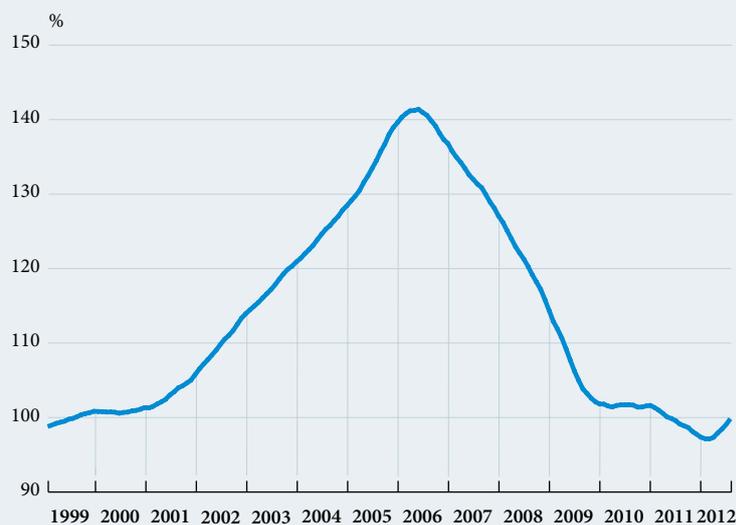
¿Una recuperación con continuidad?

La respuesta es que muy probablemente sí, la recuperación de la vivienda estadounidense continuará siempre que la economía estadounidense no recaiga en recesión. Las razones de esta continuidad están en un mejor equilibrio entre oferta y demanda. El verdadero escollo para la recuperación del sector en esta crisis siempre ha estado en la persistencia de la sobreoferta de inmuebles. Pero la evidencia es que esta sobreoferta se está reduciendo en lo que llevamos de 2012. El mejor indicador de ello es la disminución del número de meses que se tarda en vender un inmueble, que viene de dividir el fondo de viviendas disponibles para la venta por el número de viviendas que se venden en un mes. En agosto de 2012 se tardaban 6 meses en vender un inmueble, muy por debajo de los 10 meses que se necesitaban a lo largo de 2011, y de los 16,6 meses que se necesitaban en julio de 2010, cuando la crisis llevó a la vivienda a su punto más bajo. La situación debería seguir mejorando hasta acercarse a los 4,5 meses de promedio del periodo 1999-2005.

¿Cuál es la razón de esta reducción de la sobreoferta? En primer lugar, hay que notar que la construcción se ajustó en esta crisis con mayor rapidez que en episodios anteriores. La consecuencia es que desde diciembre de 2008 se inician algo menos de la mitad de viviendas de lo que correspondería a una situación normal, sin burbujas ni crisis. En segundo lugar, el número de ejecuciones ha disminuido, con lo que se reduce una vía de alimentación del fondo de viviendas a la venta. Un tercer factor es que muchas de las viviendas a la venta se han reconvertido hacia el alquiler. En cuarto lugar, el aumento sostenido de las ventas también ha contribuido, gracias a unos precios más razonables. La ratio del precio de la vivienda de segunda mano (según el índice de la *National Association of Real-*

ESTADOS UNIDOS: LOS PRECIOS HAN VUELTO AL REDIL

Precio de la vivienda de segunda mano dividido por los ingresos medianos de los hogares (*)



NOTA: (*) Promedio últimos 12 meses. Base 100 = promedio periodo 1980-2000.

FUENTES: National Association of Realtors, Thomson Reuters Datastream y elaboración propia.

tors) frente a los ingresos medianos de los hogares vuelve a situarse en niveles normales. Esta relación se había mantenido prácticamente constante entre 1980 y 2000. La burbuja hizo que los inmuebles se apreciaran un 40% respecto a los ingresos, pero las constantes caídas han completado el camino de vuelta y ahora los inmuebles vuelven a estar a tiro para muchas familias. También las tendencias demográficas deberían favorecer la continuidad de este proceso de reducción de la sobreoferta. La formación de muchos hogares jóvenes se ha retrasado debido a la crisis económica. Es de suponer que se formen más hogares en los próximos años como compensación, con el consiguiente incremento de la demanda de viviendas.

El escenario central es por tanto el de una recuperación gradual pero sostenida. Los riesgos para este escenario son dos. En primer lugar, una recaída de Estados Unidos en recesión podría incrementar la morosidad y postergar la formación de hogares. El segundo riesgo es el fondo de inmuebles a la sombra, que consiste en propietarios que, desalentados por los bajos precios, habrían retirado del mercado los inmuebles que tenían a la venta. En cualquier caso, los desequilibrios que aquejaban al mercado inmobiliario se han reducido muy significativamente. Por ello puede decirse que el sector inmobiliario está dejando de ser una debilidad y, de seguir el curso de esta recuperación, pasaría gradualmente a ser una fortaleza de la economía estadounidense.

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

Japón: el sector exterior se convierte en un lastre

Japón mantiene una expectativa de crecimiento cercana al 2,3% para el conjunto de 2012, por encima de la mayoría de las economías avanzadas, pero la mayor parte de este impulso se debe a la fuerza del primer trimestre. Desde entonces la actividad fue evolucionando a menos y la previsión para el conjunto de 2013 es que la economía avance un magro 1,2%, lo que dejará inacabado el proceso de reconstrucción de las pérdidas de la catástrofe de marzo de 2011. El consumo privado perdió la fuerza del primer trimestre, por falta de apoyos gubernamentales adicionales. No obstante, es el sector exterior el que, a lo largo de 2012, ha visto un deterioro más significativo, con una serie de déficits comerciales ininterrumpidos desde marzo de 2011, lo que podría llegar a causar un déficit por cuenta corriente. Con una deuda pública que llega al 230% del PIB que limita las políticas fiscales expansivas, el Banco de Ja-

pón prevé una expansión monetaria para intentar debilitar al yen y mejorar el saldo comercial, que hasta hace poco había sido un pilar del crecimiento japonés.

La causa del deterioro comercial es doble. Por un lado, las exportaciones acusan la debilidad de la demanda global, y la pérdida de competitividad por la fortaleza del yen y los costes derivados de los cuellos de botella energéticos. Entre marzo y agosto de 2012, las exportaciones cayeron un 18,6%. Si las ventas a Estados Unidos aguantan mejor que el conjunto, las dirigidas a Europa perdieron un 22,3%. El problema se centra, sin embargo, en el descenso de las exportaciones a economías emergentes, donde Japón acusa la pérdida de competitividad y la aparición de nuevos competidores, y a lo que se viene a sumar el conflicto de las Seikoku con China, su principal cliente. Así, las exportaciones al resto de Asia, que representan más de la mitad del total, retrocedieron un 16,2% desde marzo, con la mayor parte de la pérdida

Japón se desacelera y espera un débil 2013, con un consumo privado anémico y un sector exterior deficitario.

JAPÓN: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

| | 2010 | 2011 | 2011 | | 2012 | | | | |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|------------|
| | | | III | IV | I | II | Julio | Agosto | Septiembre |
| PIB real | 4,6 | -0,7 | -0,7 | -0,6 | 2,8 | 3,3 | - | ... | - |
| Ventas al por menor | 2,5 | -1,2 | -1,0 | 0,8 | 5,2 | 3,1 | -0,7 | 1,7 | ... |
| Producción industrial | 16,6 | -2,3 | -0,6 | 0,0 | 2,7 | 5,1 | -2,2 | -4,7 | ... |
| Índice de actividad empresarial (Tankan) (1) | 0,0 | -1,3 | 2,0 | -4,0 | -4,0 | -1,0 | - | -3,0 | - |
| Viviendas iniciadas | 2,7 | 2,6 | 8,0 | -4,8 | 3,6 | 6,7 | -9,5 | -5,4 | ... |
| Tasa de paro (2) | 5,1 | 4,6 | 4,4 | 4,5 | 4,5 | 4,4 | 4,3 | 4,2 | ... |
| Precios de consumo | -0,7 | -0,3 | 0,1 | -0,3 | 0,3 | 0,2 | -0,4 | -0,5 | ... |
| Balanza comercial (3) | 7,9 | -1,6 | 1,3 | -1,6 | -3,7 | -3,7 | -4,1 | -4,1 | ... |
| Tipo interbancario 3 meses (4) | 0,39 | 0,34 | 0,34 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 |
| Tipo de cambio efectivo nominal (5) | 106,0 | 113,5 | 115,5 | 118,6 | 116,5 | 116,2 | 119,6 | 119,4 | 118,6 |

NOTAS: (1) Valor del índice.

(2) Porcentaje sobre población activa.

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

(4) Porcentaje.

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

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

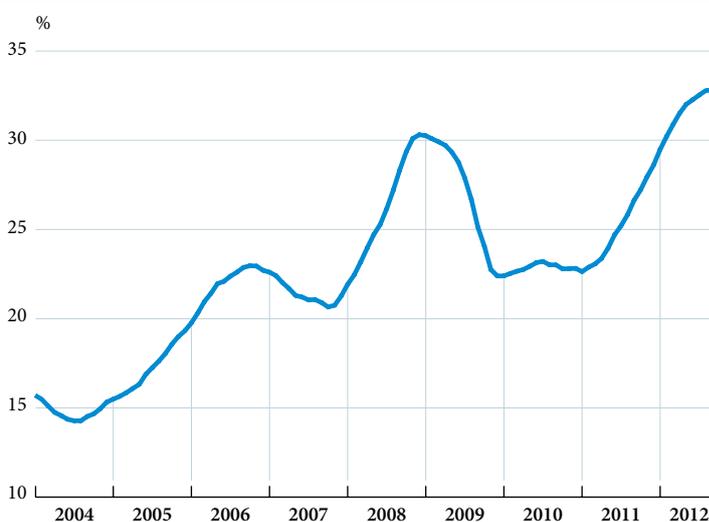
La pérdida de competitividad por la fortaleza del yen y los costes energéticos agrandan el déficit comercial.

concentrada en julio y agosto. Es significativo al respecto que las exportaciones a África se hayan reducido a la mitad, acompañadas de importantes descensos de las ventas a India o a Brasil.

A esta pérdida exportadora se suma el coste de la factura energética, exacerbada por el apagón nuclear. El coste de las importaciones de petróleo y de gas en los últimos seis meses respecto al promedio de 2010 se

JAPÓN: UNA FACTURA ENERGÉTICA AL ALZA

Importaciones de petróleo y gas natural respecto a las exportaciones (*)



NOTA: (*) Media móvil de 12 meses.

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

ha incrementado un 35% y un 65%, respectivamente. Así, mientras que las importaciones de petróleo y gas fueron un 15,7% de las exportaciones totales a lo largo de 2003, en los doce meses hasta agosto de 2012, llegaron al 32,8%.

Los últimos indicadores no mejoran las perspectivas. La dinámica deflacionista persiste, con un IPC que en agosto retrocedió un 0,4% interanual y con un índice subyacente, el general sin alimentos ni energía, que cedió un 0,6%, coherente con el descenso de las ventas de automóviles de septiembre. También la percepción de los empresarios sigue siendo negativa, como lo muestra el retroceso del índice Tankan del Banco de Japón para grandes empresas manufactureras. Asimismo, la producción industrial, que en Japón está especialmente correlacionada con las exportaciones y a la marcha del conjunto de la economía, siguió retrocediendo en agosto, acumulando una pérdida del 5,6% desde marzo.

China: la mejora ya se vislumbra

El PIB de la segunda potencia económica mundial creció un 7,4% interanual el tercer trimestre del año, por debajo del 7,6% del trimestre anterior, pero en línea con las

previsiones del consenso. Asimismo, en términos intertrimestrales, y según fuentes oficiales, el crecimiento ha mejorado desde el 1,5% en el primer trimestre, el nivel más bajo del año, hasta el 2,2% en el tercero. El dato es razonablemente positivo y se suma a otros indicadores recientes que sugieren un cierto repunte del gigante asiático.

En este entorno, la desaceleración del IPC en los últimos meses, desde cifras de inflación en torno al 6,5% durante la primera mitad del año hasta el 1,9% de septiembre, muy por debajo del objetivo gubernamental del 4%, otorga margen al banco central para una mayor relajación monetaria que impulse el incipiente repunte de la economía. Adicionalmente, la moderación del precio de los alimentos, una de las prioridades del ejecutivo, facilita la toma de nuevas medidas expansivas. En este sentido, esperamos que, antes de fin de año, el banco central disminuya el tipo de interés de referencia en 25 puntos básicos hasta el 5,75%.

Los indicadores de demanda interna siguen mostrando signos de relativa robustez, impulsados, en parte, por los estímulos fiscales iniciados en el segundo trimestre. En particular, las ventas al por menor crecieron un 14,2% interanual en septiembre, de nuevo, dentro del rango

La deflación continúa mientras que la producción industrial retrocede.

El PIB de China avanzó un 7,4% en el tercer trimestre, en línea con el consenso.

CHINA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

| | 2010 | 2011 | 2011 | | 2012 | | 2012 | | |
|------------------------------------|------|------|------|------|------|------|-------|--------|------------|
| | | | III | IV | I | II | Julio | Agosto | Septiembre |
| PIB real | 10,5 | 9,3 | 9,1 | 8,9 | 8,1 | 7,6 | - | 7,4 | - |
| Producción industrial | 15,7 | 13,7 | 13,8 | 12,8 | 11,6 | 9,5 | 9,2 | 8,9 | 9,2 |
| Producción eléctrica | 14,0 | 10,9 | 10,8 | 8,9 | 6,5 | 1,2 | 2,3 | 2,6 | 1,2 |
| Precios de consumo | 3,3 | 5,4 | 6,3 | 4,6 | 3,8 | 2,9 | 1,8 | 2,0 | 1,9 |
| Balanza comercial (*) | 184 | 156 | 170 | 156 | 159 | 182 | 175 | 184 | 198 |
| Tipo de interés de referencia (**) | 5,81 | 6,56 | 6,56 | 6,56 | 6,56 | 6,31 | 6,00 | 6,00 | 6,00 |
| Renminbi por dólar | 6,8 | 6,5 | 6,4 | 6,4 | 6,3 | 6,3 | 6,4 | 6,4 | 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.

Relativa robustez de los indicadores avanzados de septiembre.

del 13%-14% de los últimos meses. Igualmente firme, la inversión en capital fijo urbana acumulada de enero a septiembre avanzó un 20,5%, 3 décimas por encima del acumulado hasta agosto.

Por su parte, los indicadores avanzados de oferta de septiembre han mejorado. Así, el índice de gestores de compras de manufacturas (PMI) subió ligeramente hasta los 49,8 puntos, rozando la zona expansiva marcada por los 50 puntos. La producción industrial avanzó un 9,2% interanual en septiembre, por encima del 8,9% de agosto, aunque aquí el veredicto es menos claro, ya que el consumo eléctrico, una medida más creíble de la producción industrial del país según algunos analistas, creció por debajo de la cifra de agosto.

Las exportaciones avanzan un sólido 9,9% interanual en septiembre.

En el frente exterior, las exportaciones de septiembre avanzaron un 9,9% interanual en términos corrientes, muy por encima

del 2,7% del mes anterior, y refuerzan el creciente optimismo que envuelve al gigante asiático. La mejora se ha concentrado en los mercados de Estados Unidos y del sudeste asiático. Por su parte, las importaciones crecieron un 2,3% interanual, frente al descenso del 2,7% de agosto, lo que situó el superávit comercial en 27.670 millones de dólares.

En definitiva, los estímulos fiscales iniciados en el segundo trimestre y la mejora de las exportaciones han alejado los temores de un aterrizaje brusco de la economía asiática. Esperamos que el repunte prosiga en el cuarto trimestre y más allá, respaldado por los planes de inversión en infraestructuras, y por nuevas medidas estructurales de apoyo a la demanda interna y a los servicios. No obstante, aquí será clave el enfoque económico y político del nuevo liderazgo del país.

¿Burbuja inmobiliaria en China?

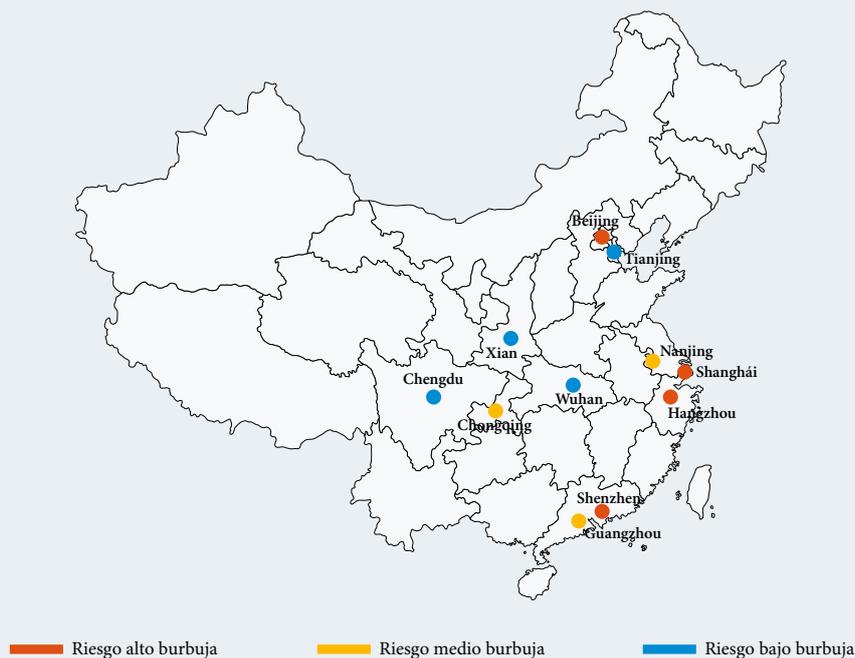
China resistió admirablemente la Gran Recesión que afectó a la economía mundial en 2008-2009. Sin embargo, la debilidad de la recuperación en Estados Unidos y la reciente recaída de la eurozona están comenzando a pasar factura y, en 2012, por primera vez en más de diez años, el gigante asiático crecerá por debajo del 8%. En este contexto de ralentización económica, un foco de preocupación es el sector inmobiliario, concretamente el riesgo de que estalle una supuesta burbuja que provoque un frenazo de la actividad del país.⁽¹⁾

Sin embargo, ¿ha habido realmente una subida en los precios de las viviendas chinas que se pueda calificar de burbuja? A pesar de la escasez y limitada fiabilidad de los indicadores oficiales sobre el sector inmobiliario, la mayoría de estudios sugieren que no se puede hablar de una burbuja inmobiliaria generalizada en China, sino de la existencia de burbujas localizadas en las ciudades de Shanghái, Shenzhen y Hangzhou, todas ellas en la costa sureste del país, así como en la capital, Beijing (véase mapa).

En este sentido, y según datos del Institute of Real Estate Studies de la Tsinghua University, los precios de 35 de las ciudades más grandes crecieron alrededor de un 225%, en términos reales, durante el periodo 2000-2010, lo que equivale a un aumento promedio anual del 8,5%. En un país en el que el PIB ha avanzado a un ritmo del 10% anual en los últimos treinta y cinco años, una tasa de crecimiento en términos reales del 8,5% anual en el precio del inmobiliario no parece extraordinaria. Asimismo, durante 2011 y la primera mitad de 2012 dichos precios dejaron

(1) Este artículo está basado en el Documento de Trabajo de "la Caixa" 04/2012, «¿Hay burbuja inmobiliaria en China?».

LAS GRANDES CIUDADES COSTERAS DEL SURESTE MÁS BEIJING, BAJO PRESIÓN



FUENTE: Elaboración propia.

de crecer e incluso retrocedieron para volver a aumentar levemente en los últimos meses. Sin embargo, esta evolución esconde diferencias sustanciales entre algunas grandes ciudades costeras, donde las subidas han sido muy fuertes, y otras ciudades interiores más pequeñas, con menores avances.

Diversos factores ayudan a explicar el impulso del precio de la vivienda en las grandes urbes costeras: el gran aumento de los ingresos de los hogares; el proceso de urbanización y la migración del campo a la ciudad; el fuerte estímulo fiscal y la relajación de las condiciones crediticias durante la Gran Recesión de 2008-2009; el papel de los gobiernos locales en la venta de concesiones sobre los terrenos y la demanda de suelo por parte de empresas públicas, y, finalmente, el papel que juegan el bajo tipo de interés y la falta de inversiones alternativas en el país.

Las grandes metrópolis han contado con tasas de crecimiento económico mayores que las zonas rurales. Así, mientras a principios de los ochenta la renta de las ciudades duplicaba la de las zonas rurales, el múltiplo se encuentra alrededor del 3,5 en la actualidad. Esta diferencia es aún mayor si consideramos las grandes urbes costeras del sureste del país, las cuales se han erigido como los motores del crecimiento del conjunto de la economía en los últimos treinta años.

En segundo lugar, el proceso de urbanización iniciado en 1978, por el que más de 300 millones de personas se han trasladado a las ciudades desde la China rural, ha alimentado la demanda inmobiliaria en estas grandes ciudades. En los últimos años, las ciudades costeras del sureste del país se han convertido en los principales destinos de los inmigrantes rurales.⁽²⁾

(2) Véase Chan, Kam Wing, «China, Internal Migration», en Immanuel Ness y Peter Bellwood (eds.), *The Encyclopedia of Global Migration*, Blackwell Publishing (de próxima aparición, 2013).

Asimismo, el fuerte estímulo fiscal y la relajación en las condiciones crediticias de finales de 2008 muy probablemente están detrás de la gran subida de precios, más generalizada a todo el territorio, de 2009. Con el fin de combatir los efectos de la crisis financiera y económica global, el ejecutivo chino anunció un estímulo fiscal de 586 mil millones de dólares (7% del PIB anual) para el periodo 2009-2010 y relajó significativamente las restricciones al crecimiento del crédito, lo cual impulsó esta variable a cotas altísimas –el total de crédito creció un 32% durante el año 2009, muy por encima del 15% que había crecido, en promedio, los cinco años anteriores.

En cuarto lugar, y como sucede en otros países, los ingresos obtenidos por las concesiones de suelo urbano son la principal fuente de ingresos para muchos municipios –representan alrededor del 50% del total de sus ingresos–. En el caso del gigante asiático, esta dependencia tiene que ver con la limitada capacidad de los gobiernos locales de recaudar impuestos, muy concentrada en manos del Gobierno central. Esta situación, en combinación con el fuerte estímulo fiscal de 2009, destinado en buena parte a la inversión en infraestructuras gestionada por los gobiernos locales, provocó una fuerte inflación del precio del suelo, y en consecuencia del precio del inmobiliario.

El papel del sector público como comprador de suelo urbano también ha tenido su relevancia en la determinación de precios. En particular, existe evidencia de que las grandes empresas estatales han adquirido suelo a precios superiores a los del mercado. Algunos estudios han estimado, por ejemplo, que las empresas públicas del área de Beijing pagan un 27% más por metro cuadrado de suelo.⁽³⁾ El privilegiado acceso al crédito a través de los bancos estatales, un comportamiento que no siempre se basa en criterios puramente comerciales y las relaciones personales que unen a los gestores de las empresas públicas con los miembros de los gobiernos locales son algunas de las explicaciones que se barajan detrás de las mayores pujas ofrecidas por estas empresas.

Por último, el bajo tipo de interés real sobre los depósitos, en terreno negativo en muchos momentos, y la falta de inversiones alternativas hacen del mercado residencial prácticamente la única alternativa inversora para el pequeño ahorrador.

Que haya habido burbuja o no en China afecta a la probabilidad de que el sector inmobiliario sufra un freno súbito. Pero, ¿cuál sería el efecto de dicho freno sobre la actividad económica del país en caso de que sucediera?

A modo ilustrativo, teniendo en cuenta que la inversión residencial representa alrededor del 12% del PIB, una ralentización en su tasa de crecimiento real hasta, por ejemplo, el 6% desde el 22,5% registrado en 2011, reduciría el crecimiento del PIB en 2 puntos porcentuales de forma «directa». Además, debemos considerar los efectos sobre el consumo de las familias y el total de importaciones del país. En particular, la disminución de importaciones fruto del descenso en la inversión residencial matizaría la ralentización en 0,5 puntos (ya que aproximadamente un 20% de dicha inversión son materiales importados). Por otra parte, el impacto sobre el consumo depende, principalmente, de cuánta riqueza familiar se destruiría con una hipotética caída de precios de la vivienda y de la relación entre esta riqueza y el consumo. Así pues, como la riqueza inmobiliaria de las familias representa un 150% del PIB y la elasticidad-riqueza se sitúa entre el 1% y el 3% (según distintos estudios), una disminución en el precio de la vivienda del 10% implicaría una disminución del consumo que restaría entre 0,15 y 0,45 puntos al crecimiento del PIB (0,3 puntos porcentuales si tomamos el punto medio). Esto llevaría a una ralentización final de alrededor de 1,8 puntos en el crecimiento de China y, por tanto, a una desaceleración de unos 0,3 puntos en el crecimiento mundial. Bajo este escenario, China registraría crecimientos alrededor del 6%, una cifra que, aunque no suene alarmante, dificultaría la incorporación al mercado laboral de la inmigración rural, agravando las tensiones sociales.

(3) Véase Wu, Jing, Joseph Gyourko y Yongheng Deng, «Evaluating conditions in major Chinese housing markets», *Regional Science and Urban Economics*, volumen 42, (3), mayo 2012, páginas 531-543.

En definitiva, el aumento desmesurado en los precios de la vivienda no ha sido ni uniforme ni generalizado en China, sino que se ha concentrado en unas pocas grandes ciudades del país, principalmente Shanghai, Shenzhen, Hangzhou (costeras del sureste) y Beijing. Pese a ello, y ante el peso económico del sector, su incidencia en el descontento social y la relevancia económica, demográfica e inmobiliaria de estas grandes ciudades, es importante no perder de vista el riesgo que supone un boom inmobiliario. Ejemplos recientes de otros países así lo atestiguan.

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

Brasil: recuperación con pies de barro

En Brasil, se respiran, por fin, vientos de cambio. Tras una primera mitad del año decepcionante, en lo que a crecimiento se refiere, los indicadores coyunturales vienen esbozando un tibio rebote de la actividad desde junio, lo que pronostica un crecimiento del PIB en torno al 1,0% en el tercer trimestre (4,0% intertrimestral anualizado). Aun así, persisten las dudas acerca de la solidez de dicho rebote y su continuidad sin el sostén de los estímulos.

En lo que concierne a la demanda, las ventas al por menor sí revelan un fondo de

resistencia, apoyándose en un mercado laboral muy favorable, en un crecimiento moderado del crédito y en la persistente confianza de los consumidores brasileños en su economía. En contrapartida, por el lado de la oferta y dejando de lado los servicios, la industria sigue mostrando una recuperación tibia y concentrada en aquellos sectores que más se han beneficiado de las palancas fiscales. En los próximos meses, esperamos que dicha recuperación progrese, aupada por la debilidad del real y la reciente introducción de nuevas medidas proteccionistas. Sin embargo, su evolución se estima gradual y contenida, pues seguirá acusando el lastre de la desventaja

La economía brasileña esboza un rebote de la actividad en el tercer trimestre.

BRASIL: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

| | 2010 | 2011 | 2011 | | 2012 | | Julio | Agosto | Septiembre |
|------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|------------|
| | | | III | IV | I | II | | | |
| PIB real | 7,5 | 2,7 | 2,2 | 1,4 | 0,7 | 0,5 | ... | ... | ... |
| Producción industrial | 10,6 | 0,4 | 0,4 | -1,9 | -3,5 | -4,4 | -4,1 | -2,0 | ... |
| Confianza del consumidor (*) | 159,7 | 156,4 | 153,2 | 155,2 | 164,3 | 163,5 | 160,6 | 156,3 | 158,3 |
| Tasa de paro (**) | 6,7 | 6,0 | 6,0 | 5,2 | 5,8 | 5,9 | 5,4 | 5,3 | ... |
| Precios de consumo | 5,0 | 6,6 | 7,1 | 6,7 | 5,8 | 5,0 | 5,2 | 5,2 | 5,3 |
| Balanza comercial (***) | 20,1 | 29,8 | 30,5 | 29,8 | 29,1 | 23,9 | 23,7 | 23,0 | 22,5 |
| Tipo de interés SELIC (%) | 10,00 | 11,79 | 12,00 | 11,00 | 9,75 | 8,50 | 8,00 | 7,50 | 7,50 |
| Reales por dólar (*) | 1,78 | 1,63 | 1,88 | 1,86 | 1,83 | 2,01 | 2,06 | 2,03 | 2,03 |

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.

Esperamos que se mantengan el tono expansivo de la política monetaria y las intervenciones cambiarias a pesar de las presiones sobre precios.

del sector en términos de competitividad, así como una divisa todavía sobrevaluada y la anemia de la demanda externa.

Dispuestas a disipar toda duda, las autoridades económicas brasileñas mantienen su pulso con la ralentización introduciendo nuevas medidas para espolear el gasto interno. En su reunión de octubre, tal y como se esperaba, el Comité de Política Monetaria acordó rebajar el tipo de interés de referencia otros 25 puntos básicos, dejándolo en mínimos históricos y avisando de su intención de mantenerlo en ese nivel durante un periodo prolongado de tiempo. Por otra parte, el Banco Central de Brasil también redujo los requisitos de reserva con el afán de abaratar los costes de financiación, estimular el crédito y dar más liquidez a los bancos. Ello reviste especial importancia para las entidades de pequeño y mediano tamaño, que son las que más están acusando el estrechamiento de márgenes y una regulación más astringente.

Con todo, el sesgo expansionista de las políticas económicas impone riesgos inflacionistas cada vez más serios. Lejos de amainar su tendencia alcista, los precios

han ido acelerando su desviación de la meta central del 4,5% y es previsible que, tanto en 2012 como en 2013, cierren por encima de dicho objetivo. Unos riesgos que, además, se ven agravados por la determinación de las autoridades brasileñas de mantener el tipo de cambio por encima de los 2,0 reales por dólar. A pesar de dichos riesgos, no esperamos cambios en el tipo de interés de referencia, al menos, hasta finales de 2013. Si la inflación se desviara en exceso, es probable que antes se optara por dejar apreciar el tipo de cambio o por recurrir a medidas macroprudenciales.

México: a por otra... reforma

El indicador avanzado de actividad que aproxima el crecimiento mensual del PIB volvió a superar las expectativas con un avance del 4,2% (interanual) en julio a pesar de ralentizarse en agosto con un crecimiento del 3,6%. De todos modos, la economía mexicana mantiene un buen tono y revela un fondo de resistencia a la persistente debilidad global. El hecho de que las exportaciones netas sigan contribuyendo un buen trecho al crecimiento certifica,

La economía mexicana sigue avanzando a buen ritmo.

MÉXICO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

| | 2010 | 2011 | 2011 | | 2012 | | Julio | Agosto | Septiembre |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|------------|
| | | | III | IV | I | II | | | |
| PIB real | 5,6 | 3,9 | 4,2 | 3,9 | 4,6 | 4,1 | ... | - | - |
| Producción industrial | 6,2 | 4,0 | 3,5 | 3,7 | 3,1 | 3,6 | 4,4 | 3,8 | ... |
| Confianza del consumidor (*) | 86,3 | 91,7 | 93,7 | 90,3 | 94,1 | 96,4 | 98,9 | 97,6 | 94,0 |
| Índice avanzado de actividad (*) | 117,1 | 117,1 | 122,8 | 123,7 | 124,3 | 126,2 | 127,7 | 127 | ... |
| Tasa de paro (**) | 5,4 | 5,2 | 5,7 | 4,8 | 5,0 | 4,8 | 5,0 | 5,4 | 5,0 |
| Precios de consumo | 3,9 | 3,2 | 3,4 | 3,5 | 3,9 | 3,9 | 4,4 | 4,6 | 4,8 |
| Balanza comercial (***) | -3,0 | -1,5 | -1,8 | -1,5 | -1,6 | -1,3 | -0,6 | -0,7 | 1,1 |
| Tipo de interés oficial de Banxico (%) | 4,50 | 4,50 | 4,50 | 4,50 | 4,50 | 4,50 | 4,50 | 4,50 | 4,50 |
| Pesos mexicanos por dólar (*) | 12,33 | 11,90 | 13,78 | 13,94 | 12,81 | 13,43 | 13,27 | 13,21 | 12,87 |

NOTAS: (*) Valor.

(**) Porcentaje sobre población activa.

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

FUENTES: Banco de México y elaboración propia.

además, la fortaleza de la competitividad externa de su industria.

Causa y efecto de dicha solidez es el excelente tono del mercado laboral. En septiembre, la tasa de paro volvió a retroceder hasta el 5,0%, por debajo del registro de agosto y de la previsión de la mayoría de analistas. Todo ello alimenta el optimismo en torno a las perspectivas económicas de la segunda economía latinoamericana en el corto plazo. Al mismo tiempo, y tras una excesiva moratoria, el proceso de reformas sigue ganando momento, avivando el optimismo en lo relativo al potencial de crecimiento en el medio y largo plazo.

Tras más de una década debatiendo y aplazando cambios en las estructuras económicas del país, se está formando un nuevo espíritu de cooperación entre los dos principales partidos, el todavía gobernante PAN y el que pronto gobernará PRI, para impulsar ese proceso de reformas. Dicho acercamiento de posturas ya ha dado su primer fruto. A finales de septiembre, el Congreso aprobó la propuesta de reforma laboral cuyo objetivo es ganar en flexibilidad y modernizar un entramado legal que se ha quedado obsoleto. La propuesta se halla actualmente pendiente de ser revalidada por el Senado, pero todo apunta a que será la primera de otras varias reformas en camino. No por nada el presidente electo Enrique Peña Nieto hizo bandera de su intención reformista a lo largo de su campaña. La próxima en caer puede ser la fiscal, muy necesaria habida cuenta de la excesiva dependencia petrolera de los ingresos fiscales y teniendo en cuenta que en 2013 se aplicará una reducción del impuesto de sociedades del 30% al 29%, con el consiguiente impacto sobre la recaudación.

En el ámbito de los precios, todo apunta a que las presiones inflacionistas habrían tocado techo sin que se perciban, por el momento, efectos de segunda ronda. Ello

y la nueva expansión cuantitativa en Estados Unidos, que contribuiría a contener las presiones inflacionistas vía una apreciación relativa del peso, nos llevan a mantener nuestra previsión de que Banxico no cambiará el tono de la política monetaria hasta mediados de 2013 a pesar de haber alertado de una mayor cautela tras su última reunión.

El petróleo se mantiene y los metales bajan

El petróleo se estabiliza después de los descensos del mes anterior. Entre el 20 de septiembre y el 22 de octubre, el crudo se encareció un mínimo del 0,7%, quedándose en los 109,80 dólares por barril (calidad Brent, para entregas a un mes). El petróleo se sitúa así un 2,5% por encima del nivel de inicios del año, pero pierde un 1,1% respecto al nivel de hace un año, una tendencia que debería continuar en los próximos meses por efectos de base y que debería tener su reflejo en el IPC de las principales economías.

El bajo crecimiento de las economías avanzadas se ha trasladado en cierta medida a las emergentes, lo que se traduce en una menor demanda global de materias primas. Así, la Agencia Internacional de la Energía ve una evolución de la demanda mundial de petróleo prácticamente plana mientras que, en septiembre, la World Steel Association revisó un 1,5% a la baja su previsión de abril de la demanda global de acero para 2012.

La evolución del resto de las materias primas estuvo marcada por unos metales que retomaron la senda bajista, viniendo a reflejar la desaceleración de China, el principal demandante mundial. El índice CRB bajó un 1,9% entre el 20 de septiembre y el 22 de octubre. Los precios del aluminio y del níquel cedieron un 7,8% y un 7,5%, respectivamente. La bajada del cobre

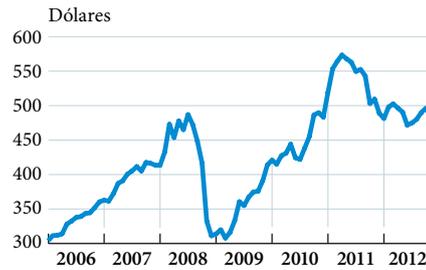
El proceso de reformas gana momento.

El petróleo baja de los 110 dólares por barril y se sitúa por debajo de los niveles del año pasado.

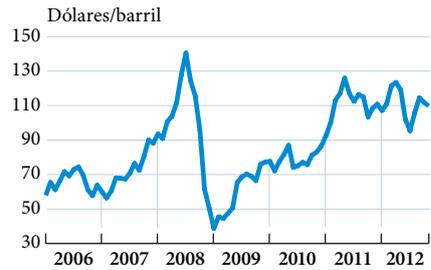
Los metales retoman la senda descendente por la desaceleración de China.

EVOLUCIÓN DE MATERIAS PRIMAS SELECCIONADAS (*)

Índice CRB



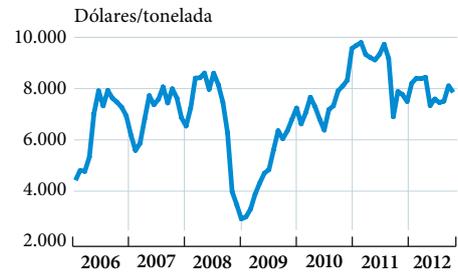
Petróleo Brent



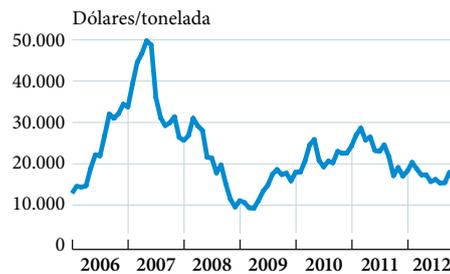
Oro



Cobre



Níquel



Trigo



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

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

La demanda global de materias primas apoya un escenario de precios más moderados.

fue de un más moderado 3,8%. Aunque el hierro se sustrajo a esta tónica general por el funcionamiento idiosincrático de su cotización, la percepción general sigue siendo bajista. Pasada la influencia de la expansión cuantitativa de la Fed, los meta-

les preciosos se sumaron a los descensos, con un oro que cedió un 2,1%, quedando en 1.726 dólares la onza. Entre los alimentos, el trigo y el azúcar tuvieron mínimas ganancias y el café cedió un 7,7%.

UNIÓN EUROPEA

Sigue la tendencia descendente

La adopción de medidas de política monetaria no convencionales por parte del Banco Central Europeo, como el programa de Operaciones Monetarias de Compra-venta, ha servido para aliviar de forma sustancial las tensiones en los mercados de deuda soberana de algunos países. A pesar de esta mayor estabilidad de los mercados financieros, ello todavía no se ha visto reflejado en un mejor comportamiento de la economía en el conjunto de la zona del euro. De hecho, se espera que el retroceso de la actividad económica en el tercer trimestre de 2012 afecte no solamente a los países periféricos sino también a los países del centro.

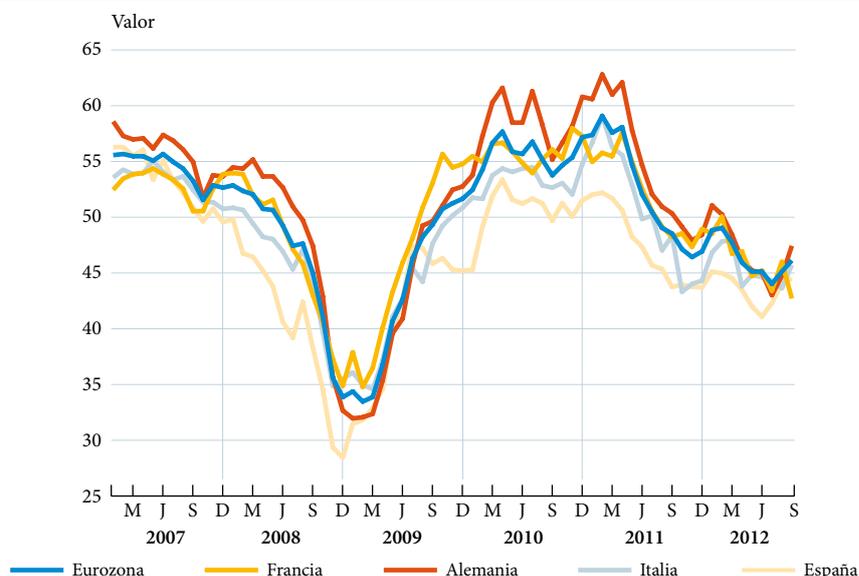
Después de una contracción del producto interior bruto (PIB) del 0,2% en el segundo trimestre, los indicadores adelantados de actividad más recientes apuntan a una caída similar para el tercero. El índice de sentimiento económico del mes de septiembre siguió su tendencia descendente y se situó en 85 puntos, claramente por debajo de su media histórica. Esta caída fue impulsada por un debilitamiento de la confianza en los sectores de servicios, ventas minoristas y, en menor medida, la industria.

Algo más favorable fue la visión de los empresarios de la construcción, que se mostraron menos pesimistas que en el mes de agosto. Asimismo, el índice de gestores de

La debilidad económica se mantendrá en la segunda mitad del año.

EL CLIMA EMPRESARIAL SE MANTIENE DEPRIMIDO EN EL TERCER TRIMESTRE

Índice PMI de manufacturas



NOTA: El valor 50 delimita contracción o expansión económica.

FUENTE: Bloomberg.

ZONA DEL EURO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

| | 2010 | 2011 | 2011 | | 2012 | | | |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | | | III | IV | I | II | Agosto | Septiembre |
| PIB | 2,0 | 1,5 | 1,3 | 0,6 | 0,0 | -0,4 | ... | ... |
| <i>Alemania</i> | 4,0 | 3,1 | 2,7 | 1,9 | 1,2 | 1,0 | ... | ... |
| <i>Francia</i> | 1,6 | 1,7 | 1,5 | 1,2 | 0,4 | 0,3 | ... | ... |
| <i>Italia</i> | 1,8 | 0,6 | 0,4 | -0,5 | -1,4 | -2,6 | ... | ... |
| <i>España</i> | -0,3 | 0,4 | 0,6 | 0,0 | -0,6 | -1,3 | ... | ... |
| Ventas al por menor | 0,9 | -0,6 | -0,5 | -1,4 | -1,1 | -1,7 | -1,3 | ... |
| Confianza del consumidor (*) | -14,2 | -14,6 | -15,9 | -20,6 | -20,0 | -19,7 | -24,6 | -25,9 |
| Producción industrial | 7,4 | 4,7 | 3,9 | -0,2 | -1,8 | -2,4 | -2,8 | ... |
| Sentimiento económico (*) | 100,5 | 101,0 | 98,4 | 93,6 | 94,1 | 91,1 | 86,1 | 85,0 |
| Índice de actividad empresarial Ifo (*) | 107,8 | 111,3 | 109,8 | 106,9 | 109,2 | 107,3 | 102,3 | 101,4 |

NOTA: (*) Valor.

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

La confianza de los consumidores desciende nuevamente en el mes de septiembre.

compras PMI del sector manufacturero aumentó en el mes de septiembre, tomando un valor de 46,1 puntos, su valor máximo en 6 meses. Con todo, este índice se mantiene por debajo de los 50 puntos, valor a partir del cual se suele producir una contracción de la actividad.

Los indicadores de demanda del tercer trimestre también muestran señales de debilidad. La confianza de los consumidores retrocedió entre junio y septiembre en más de 6 puntos, situándose en valores similares a los de junio de 2009. Por otro lado, las ventas minoristas ofrecieron un respiro, ya que se incrementaron en un 0,1% en el mes de agosto, de forma que la contracción en términos interanuales se situó en el -1,3%. Destaca el incremento intermensual de ventas en países como Luxemburgo (2,9%), Portugal (2,8%), Eslovenia (2,2%) y España (2,1%), este último debido probablemente al avance de compras ante la perspectiva de una subida del IVA.

El FMI revisa las previsiones de crecimiento a la baja.

En este contexto, el último informe de perspectivas de la economía mundial del Fondo Monetario Internacional (FMI) del mes

de octubre revisó a la baja las previsiones de crecimiento del PIB en una décima para 2012 hasta el -0,4% y en cinco décimas para 2013 hasta el 0,2%. Dicho informe identifica la zona del euro como el principal foco del debilitamiento de la economía global, y, por lo tanto, urge a los líderes europeos a implementar con celeridad las políticas acordadas para lograr una mayor integración económica y financiera. De hecho, el FMI advierte de que el riesgo más inmediato sigue siendo el retraso o la insuficiencia de los acuerdos políticos, lo que podría conllevar un recrudecimiento de la crisis de la zona del euro.

En definitiva, la capacidad de los líderes europeos para solventar la crisis de deuda soberana de manera eficaz será un factor determinante para lograr una recuperación paulatina de la actividad económica en 2013. De cara al futuro, es crucial que se sienten las bases para una unión económica, fiscal y financiera más integrada y resistente a los *shocks*. Solo entonces podremos esperar un crecimiento económico equilibrado y sostenido a largo plazo.

La crisis económica de la zona del euro pasa factura al mercado de trabajo

La tasa de desempleo de agosto permaneció constante en el 11,4%, con un registro de julio que fue revisado una décima al alza, continuando así en el máximo histórico desde 1995. Esta cifra se situó 4 puntos porcentuales por encima del dato de marzo de 2008, el mínimo cíclico que se produjo antes del inicio de la crisis financiera. Las diferencias de las tasas de desempleo entre países se mantienen muy amplias, desde el mínimo de Austria, del 4,5%, hasta el 25,1% de España y, de momento, no hay signos de que estas vayan a reducirse.

Así lo reflejan los indicadores de opinión de la Comisión Europea del mes de septiembre sobre la voluntad de generar empleo en los próximos tres meses para el conjunto de la zona del euro. Estos anticipan una nueva contracción del empleo, especialmente en el sector de la industria,

cuyo resultado retrocedió seis décimas hasta los 13,3 puntos negativos, un nivel que no se alcanzaba desde marzo de 2010. Al mismo tiempo, si bien todos muestran una tendencia claramente negativa, la divergencia de esta variable por países es sustancial. Alemania se encuentra en una situación más favorable que el resto de las economías de la zona del euro, aunque desde el mes de mayo empezó también a registrar valores negativos, un valor a partir del cual se suele destruir empleo.

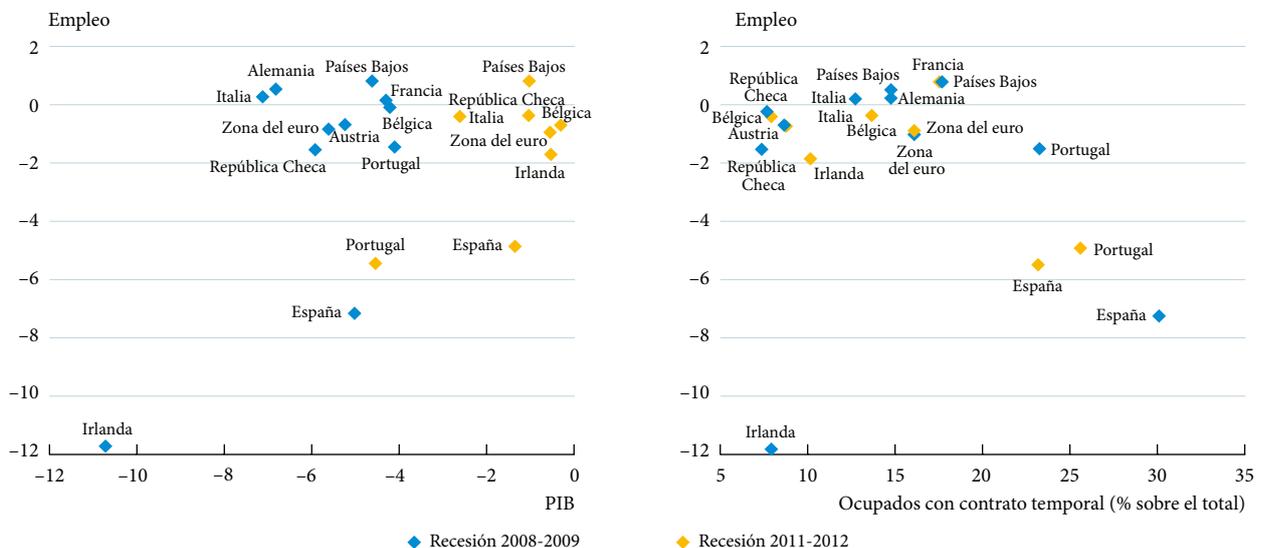
Para poder analizar con más profundidad las divergencias en la coyuntura laboral entre países se efectúa una comparación de cómo sus mercados de trabajo responden ante cambios en la actividad económica. En este contexto, se observa en el siguiente gráfico que las diferencias en las pérdidas de empleo entre el punto máximo y mínimo cíclico son muy significativas. Esta dispersión es, en parte, resultado de la diferente intensidad de los procesos recesivos entre países. Sin embargo, esta explicación no es suficiente para justificar el he-

La tasa de paro de la zona del euro se sitúa en el 11,4%.

Los indicadores adelantados apuntan a nuevas pérdidas de empleo.

LA REACCIÓN DEL EMPLEO A LA CAÍDA DEL PIB HA SIDO MUY DISPAR

Porcentaje de variación desde el máximo hasta el mínimo de cada periodo



FUENTES: Eurostat, Comisión Europea y elaboración propia.

ZONA DEL EURO: PRINCIPALES INDICADORES DEL MERCADO DE TRABAJO

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa
Datos de empleo y desempleo corregidos de estacionalidad

| | 2010 | 2011 | 2011 | | 2012 | | Julio | Agosto | Septiembre |
|---|------|------|------|------|------|------|-------|--------|------------|
| | | | III | IV | I | II | | | |
| Empleo | | | | | | | | | |
| Personas | -0,5 | 0,3 | 0,3 | -0,1 | -0,5 | -0,6 | ... | ... | ... |
| Horas | 0,0 | 0,2 | 0,2 | -0,1 | -0,7 | -0,8 | ... | ... | ... |
| Expectativas de creación de empleo (*) | | | | | | | | | |
| Manufacturas | -7,7 | 2,6 | 1,6 | -3,7 | -3,7 | -7,1 | -11,0 | -12,7 | -13,3 |
| Servicios | 1,5 | 6,3 | 6,2 | 3,2 | 3,0 | -2,9 | -3,6 | -4,1 | -4,2 |
| Costes laborales unitarios por países | | | | | | | | | |
| Zona del euro | -0,7 | 0,9 | 1,1 | 1,5 | 1,5 | 1,4 | ... | ... | ... |
| Alemania | -1,0 | 1,3 | 1,6 | 2,2 | 2,5 | 2,5 | ... | ... | ... |
| Francia | 0,7 | 1,6 | 1,8 | 2,1 | 2,2 | 1,8 | ... | ... | ... |
| Italia | -0,5 | 0,9 | 1,3 | 1,3 | 1,1 | 1,6 | ... | ... | ... |
| España | -2,0 | -1,5 | -1,6 | -1,4 | -1,5 | -2,2 | ... | ... | ... |
| Tasa de paro por países (**) | | | | | | | | | |
| Zona del euro | 10,1 | 10,2 | 10,2 | 10,6 | 10,9 | 11,3 | 11,4 | 11,4 | ... |
| Alemania | 7,1 | 6,0 | 5,8 | 5,7 | 5,6 | 5,5 | 5,5 | 5,5 | ... |
| Francia | 9,7 | 9,6 | 9,6 | 9,8 | 10,0 | 10,3 | 10,6 | 10,6 | ... |
| Italia | 8,4 | 8,4 | 8,5 | 9,2 | 10,0 | 10,6 | 10,7 | 10,7 | ... |
| España | 20,1 | 21,7 | 22,1 | 23,0 | 23,8 | 24,6 | 25,0 | 25,1 | ... |

NOTAS: (*) Saldos netos (diferencia entre respuestas positivas y negativas, en porcentajes). Encuestas de la Comisión Europea sobre las expectativas de creación de empleo durante los próximos tres meses. Los valores oscilan entre -100 (todos los entrevistados eligen la opción negativa) y +100 (todos eligen la positiva).

(**) Porcentaje sobre población activa.

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

El ajuste del empleo durante la crisis, más intenso en los países que experimentaron una burbuja inmobiliaria.

cho de que, por ejemplo, el número de puestos de trabajo cayera un 1% en Austria y un 7% en España durante la crisis de 2008 (puntos azules), pese a que su PIB experimentó caídas similares, cerca del 5%.

Por tanto, tal y como pone de manifiesto un estudio del Banco Central Europeo («Euro area labour markets and the crisis», Structural Issues Report, BCE, septiembre de 2012), la naturaleza de la perturbación y no solo su gravedad, puede haber afectado la transmisión de la caída del PIB al mercado de trabajo. Así pues, aquellos países que en el año 2008 experimentaron el estallido de la burbuja inmobiliaria y que durante los años previos habrían experimentado un mayor crecimiento del crédito e

importantes déficits por cuenta corriente, mostraron una mayor caída del empleo. En cambio, aquellos países que iniciaron su etapa recesiva debido al desplome del comercio mundial tuvieron un *shock* más transitorio que implicó menores pérdidas de puestos de trabajo.

Paralelamente, otros componentes institucionales del mercado de trabajo de cada país también pueden haber repercutido en el grado de ajuste de la ocupación durante la recesión. En este sentido, aquellos que, por ejemplo, tenían una mayor proporción de contratos temporales antes de la crisis presentaron relativamente una mayor tasa de destrucción del empleo.

Estabilidad de la inflación en la zona del euro

El índice de precios de consumo armonizado (IPCA) del mes de septiembre en la zona del euro presentó un crecimiento del 2,6% en tasa interanual, repitiendo el registro del mes anterior. Por su parte, la inflación subyacente, excluyendo la alimentación y la energía, creció a una tasa interanual del 1,6%, una décima inferior al mes de agosto. Los epígrafes más inflacionistas en septiembre fueron el vestido, el calzado y el fuel para transporte.

En el caso del vestido, con un aumento intermensual del 14,0% ha incrementado siete décimas la tasa de variación interanual del IPC general. El cambio de estación y la presentación de las nuevas colecciones explican la subida de precios. Por el mismo motivo, el calzado ha contribuido en casi dos décimas al aumento interanual del IPC general. Finalmente, cabe destacar la aportación de una décima a la inflación del mes de septiembre del gasto en fuel para transporte.

Estas subidas han sido contrarrestadas por la reducción del subíndice de precios de telecomunicaciones (media décima), restaurantes y cafés (media décima), por el

fin de la temporada de vacaciones. Pero, sobre todo, por la reducción de una décima de la variación interanual del IPC general de tres clases de gasto: el transporte aéreo, hoteles y paquetes de viajes, en los tres casos afectados por el fin de la temporada turística.

Geográficamente, mientras que la inflación de Alemania bajó una décima hasta el 2,1%, y la de Francia descendió dos décimas hasta el 2,2%, en el caso de Italia y España la inflación subió hasta el 3,4% y el 3,5% respectivamente. La subida en España fue más intensa, siete décimas concretamente, debido al incremento del impuesto sobre el valor añadido.

Esta situación debería permanecer estable durante los próximos meses. El incremento de tasas e impuestos en los países mediterráneos, para intentar cumplir con los objetivos de reducción del déficit público, evitan que los niveles de precios reflejen el tono de debilidad de su demanda. La inflación en estos países no se debe a presiones de la demanda ni a aumentos de los costes laborales, sino que reflejan el incremento de precios del petróleo y sobre todo la subida de impuestos. Evidentemente, en un contexto en el que Italia y España deben ganar competitividad, mantener un

La inflación en la eurozona permanece anclada en el 2,6%.

ZONA DEL EURO: ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO ARMONIZADO

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

| | 2010 | 2011 | 2011 | | 2012 | | Julio | Agosto | Septiembre |
|---|------|------|------|-----|------|-----|-------|--------|------------|
| | | | III | IV | I | II | | | |
| Zona del euro | | | | | | | | | |
| IPCA | 1,6 | 2,7 | 2,7 | 2,9 | 2,7 | 2,5 | 2,4 | 2,6 | 2,6 |
| IPCA subyacente | 1,0 | 1,7 | 1,7 | 2,0 | 1,9 | 1,8 | 1,9 | 1,7 | 1,6 |
| Índices de precios de consumo armonizado de los principales países | | | | | | | | | |
| Alemania | 1,1 | 2,5 | 2,7 | 2,7 | 2,4 | 2,1 | 1,9 | 2,2 | 2,1 |
| Francia | 1,7 | 2,3 | 2,3 | 2,6 | 2,6 | 2,3 | 2,2 | 2,4 | 2,2 |
| Italia | 1,7 | 2,9 | 2,6 | 3,8 | 3,6 | 3,6 | 3,6 | 3,3 | 3,4 |
| España | 2,0 | 3,1 | 2,9 | 2,7 | 1,9 | 1,9 | 2,2 | 2,7 | 3,5 |

FUENTE: Thomson Reuters Datastream.

El superávit de la balanza corriente alcanza los 33.255 millones de euros en los ocho primeros meses de 2012.

diferencial positivo de inflación con respecto a Francia y Alemania complica sus ajustes macroeconómicos. Sin embargo, el diferencial no debería ampliarse significativamente y por otra parte es temporal.

Las exportaciones de bienes lideran la mejora del superávit corriente

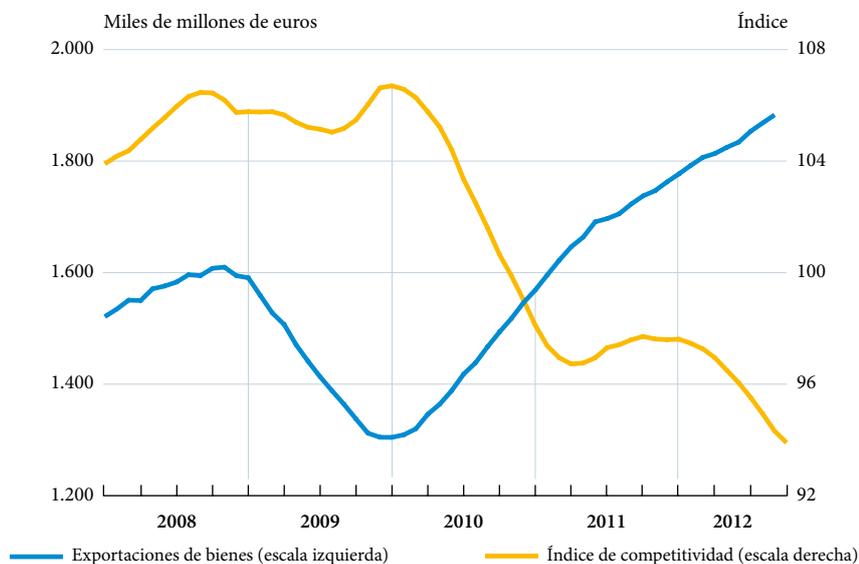
La balanza por cuenta corriente de la zona del euro registró un nuevo superávit en el mes de agosto. Con este, el saldo acumulado durante los primeros ocho meses del año aumentó hasta los 33.255 millones de euros, una cifra que contrasta con el déficit registrado en el mismo periodo del año anterior, de 37.930 millones de euros. La mayor parte de esta mejora, concretamente el 85%, se debe al buen comportamiento de la balanza de bienes. Así, tras siete meses encadenando superávits, el saldo acumulado de la balanza de bienes entre enero y agosto alcanzó los 47.512 millones de euros.

Ello tuvo lugar en un contexto de mejora de los flujos presupuestarios. Así, las exportaciones de bienes crecieron un 9,1% interanual en este periodo, 5,2 puntos porcentuales por encima del registro de las importaciones. Como se observa en el gráfico siguiente, este incremento de las exportaciones se mantiene en línea con la senda de crecimiento del último año y medio. Sin duda, las ganancias de competitividad durante este periodo han jugado un papel importante en la evolución positiva de las exportaciones. Así, desde diciembre de 2009, el índice de competitividad de la zona del euro, medido a través de los diferenciales de inflación con el resto del mundo, mejoró significativamente.

El desglose por áreas geográficas muestra que este incremento no ha sido uniforme entre el conjunto de socios comerciales de la zona del euro. Entre las regiones con un mayor dinamismo en la compra de bienes provinientes de la zona del euro destacan Rusia y América Latina, con crecimientos

LAS GANANCIAS EN COMPETITIVIDAD IMPULSAN LAS EXPORTACIONES DE BIENES

Exportaciones acumuladas durante los últimos doce meses e indicador armonizado de competitividad (promedio 12 meses)



FUENTE: Banco Central Europeo.

SECTOR EXTERIOR

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

| | 2010 | 2011 | 2011 | | | 2012 | | | | |
|---|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| | | | II | III | IV | I | II | Julio | Agosto | Septiembre |
| Zona del euro | | | | | | | | | | |
| Importaciones | 21,6 | 14,0 | 14,1 | 11,4 | 6,4 | 4,0 | 1,3 | 2,5 | 1,3 | ... |
| Exportaciones | 20,1 | 13,3 | 13,5 | 10,0 | 9,3 | 8,7 | 8,2 | 11,1 | 10,4 | ... |
| Balanza comercial (1) | 0,7 | -9,2 | -16,6 | -21,6 | -9,2 | 9,5 | 39,1 | 51,9 | 64,2 | ... |
| Saldos corrientes (2) | | | | | | | | | | |
| Zona del euro | -0,1 | 0,0 | 0,0 | -0,2 | 0,0 | 0,1 | 0,6 | 0,7 | 0,8 | ... |
| <i>Alemania</i> | 6,0 | 5,7 | 6,0 | 5,9 | 5,7 | 5,7 | 6,1 | 6,2 | 6,3 | ... |
| <i>Francia</i> | -1,6 | -2,0 | -2,1 | -2,2 | -2,0 | -1,9 | -2,0 | -2,0 | -2,0 | ... |
| <i>Italia</i> | -3,5 | -3,3 | -3,8 | -3,7 | -3,3 | -2,6 | -1,8 | -1,7 | -1,5 | ... |
| <i>España</i> | -4,5 | -3,5 | -4,2 | -3,8 | -3,5 | -3,3 | -3,2 | -2,8 | ... | ... |
| Tipo de cambio euro/dólar (3) | 1,33 | 1,40 | 1,37 | 1,45 | 1,43 | 1,35 | 1,32 | 1,26 | 1,23 | 1,26 |
| Tipo de cambio efectivo nominal del euro (4) | 103,68 | 103,40 | 102,6 | 105,3 | 103,6 | 102,1 | 99,4 | 95,30 | 95,20 | 97,20 |

NOTAS: (1) Saldo acumulado de 12 meses. Miles de millones de euros.

(2) Saldo acumulado de 12 meses en porcentaje del PIB de los últimos 4 trimestres.

(3) Valores mayores significan apreciación de la moneda.

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

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

alrededor del 17%. Estados Unidos, uno de los principales socios comerciales, les va a la zaga. Las exportaciones hacia el país norteamericano aumentaron un 14,0% en este mismo periodo. En cambio, se observa cierta ralentización en las exportaciones hacia China, de acuerdo con el menor crecimiento de la actividad económica del gigante asiático. Concretamente, las exportaciones en el mes de agosto aumentaron tan solo un 2,5% interanual, muy por debajo del crecimiento del 10,1% de los primeros seis meses del año.

En clave de futuro, existe la probabilidad de una ralentización de las exportaciones de la zona del euro durante el último trimestre del año. El repunte del tipo de cambio efectivo nominal en septiembre y la debilidad de la demanda de los países europeos externos a la zona del euro respaldarían este escenario. Sin embargo, no esperamos que este menor pulso de las exportaciones represente un escollo insalvable para el mantenimiento de la senda

de aumento de la capacidad de financiación del conjunto de la zona del euro. La probable caída de las importaciones, en un contexto de menor consumo en la zona del euro, y los avances del superávit de las balanzas de servicios y rentas permitirán nuevos avances del superávit corriente.

Sector público y gobernanza

El programa de compra de deuda soberana que el Banco Central Europeo (BCE) ha diseñado para aquellos países de la zona del euro que lo soliciten, siempre que cumplan determinadas condiciones, ha logrado relajar las tensiones en los mercados financieros durante los dos últimos meses. Gracias a ello, los líderes políticos afrontaron el Consejo Europeo de mediados de octubre con menos urgencias que en ocasiones anteriores, lo que permitió centrar todos los esfuerzos en avanzar hacia la unión bancaria y fiscal.

El crecimiento de las exportaciones a China se ralentiza en agosto y crece un 2,5% interanual.

Las tensiones en los mercados financieros se relajan.

El déficit público del conjunto de la zona del euro se reduce hasta el 4,1% del PIB.

En efecto, se acordó que antes de concluir el año se habrá diseñado el mecanismo de supervisión única del sistema bancario de la zona del euro, así como las condiciones para la recapitalización directa a la banca, a través del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE). Por lo que respecta al fortalecimiento de la gobernanza fiscal, se pretenden aprobar dos nuevas propuestas legislativas que reciben el nombre de *two-pack*. Ambas normas se centran en la supervisión de los planes presupuestarios de los Estados miembros. Para ello, se establecerán requisitos adicionales que aseguren una mejor gestión y un seguimiento más estrecho de la ejecución presupuestaria de los socios de la zona del euro, siendo más exigentes en aquellos países bajo el procedimiento de déficit excesivo supervisado por la Comisión Europea.

Todo ello en un contexto de consolidación que, como se observa en el gráfico siguiente, de momento ya ha reducido el déficit del conjunto de la zona del euro en 2,6 puntos porcentuales entre marzo de 2010

y marzo de 2012, hasta situarlo en el 4,1% del producto interior bruto (PIB).

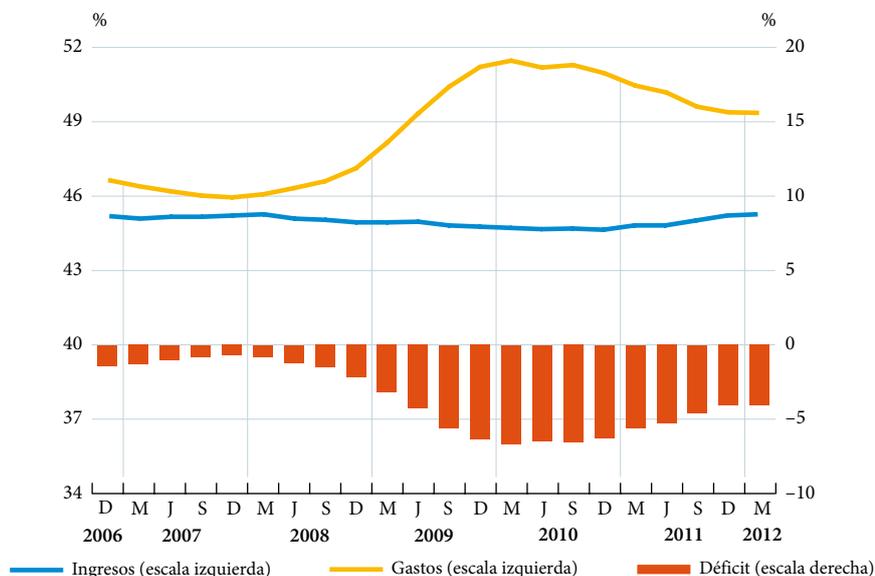
Los Presupuestos Generales del Estado de 2013 aprobados durante el último mes por algunos de los países miembros apuntan hacia el mantenimiento de esta tendencia durante el año próximo. Según las previsiones oficiales, tanto Francia como Italia acabarán 2013 con déficits que cumplirán con el criterio de Maastricht. En el caso galo, se trata de una corrección del déficit de 1,5 puntos porcentuales respecto al nivel previsto de 2012, para situarse en el 3,0% del PIB. En Italia, la corrección del déficit será menor, de un punto porcentual, pero suficiente para finalizar el año con un déficit del 1,6%. En este sentido, es importante destacar la capacidad de ajuste de las arcas públicas italianas durante este año 2012 ya que, pese a la elevada carga de los intereses de su deuda, todo apunta a que lograrán cumplir su objetivo de déficit público.

Sin embargo, se observan diferencias importantes en las estrategias seguidas por

Francia e Italia presentarán un déficit público por debajo del 3% del PIB en 2013.

SE CUMPLEN DOS AÑOS DESDE EL INICIO DE LA CONSOLIDACIÓN FISCAL

Flujos presupuestarios en porcentaje del PIB



FUENTE: Banco Central Europeo.

ambos países para corregir sus cuentas públicas. Así, prácticamente dos tercios del ajuste que llevará a cabo Francia responde a incrementos de los ingresos, principalmente del impuesto sobre la renta y de sociedades. En el país transalpino, por el contrario, la gran mayoría de la reducción se producirá vía medidas de reducción del gasto, entre las que destacan el menor gasto en empleo público y la centralización de la gestión del gasto de las administraciones públicas.

Estas diferencias también se observan en los presupuestos aprobados por España y Portugal. Ambos países implementarán importantes medidas de ajuste para 2013, del 2,5% del PIB y el 3,2% del PIB respectivamente. En Portugal, prácticamente el 80% de ellas se realizará vía medidas de ingresos, mientras que en España se conseguirá en mayor medida con políticas de reducción del gasto. Estos esfuerzos se verán parcialmente neutralizados por el deterioro del ciclo económico, que situará, en ambos casos, el déficit público en el 4,5% del PIB.

Hacia una unión bancaria estable y eficiente

Las condiciones crediticias y la evolución del ahorro siguen reflejando el difícil momento que atraviesa la economía de la zona del euro. Por lo que respecta a los activos monetarios, se sigue acentuando la tenencia de activos más líquidos por parte de los agentes. En este sentido, los depósitos a corto plazo siguen aumentando, en detrimento de otros activos con vencimientos a más largo plazo. Este hecho es atribuible a que depósitos a distintos vencimientos ofrecen un tipo de interés muy similar, y, dada la incertidumbre vigente, los agentes se decantan hacia aquellos más fácilmente convertibles en dinero.

Esto queda reflejado en los datos del mes de agosto, donde los depósitos a la vista

han tenido un incremento del 5,0% con respecto al mismo periodo del año anterior, por lo que se mantiene la tendencia al alza iniciada el pasado mes de abril. Por su contra, los depósitos menos líquidos mantienen una tendencia negativa. Los depósitos a corto plazo, excluyendo los que son a la vista, muestran un crecimiento del 0,8%, un registro muy inferior a los crecimientos que se produjeron durante los meses anteriores. Por su parte, los instrumentos negociables –que son los que presentan menor liquidez– se han contraído medio punto porcentual con respecto al año anterior, una caída que contrasta con la subida del 4,3% del mes anterior.

Respecto a la evolución crediticia, los datos evidencian que la financiación al sector privado sigue disminuyendo. Por una parte, la financiación a sociedades no financieras en el mes de agosto cayó un 0,5% con respecto a agosto de 2011, mientras que la financiación a los hogares anotó un leve avance del 1,0%. La falta de confianza de los agentes económicos, así como el mantenimiento de la incertidumbre en cotas elevadas, lastran la demanda de crédito. Al mismo tiempo, la oferta de crédito sigue restringida en algunos países de la zona del euro debido al proceso de ajuste del balance de los bancos.

Los datos sobre la evolución del crédito han hecho que el Fondo Monetario Internacional (FMI) encendiera una nueva luz de alarma. El pasado mes de abril, el FMI publicó en su informe de Estabilidad Financiera Global una previsión sobre la evolución del crédito de los países periféricos de la zona del euro. En ella se planteaban tres escenarios posibles de la situación crediticia: débil, normal y buena. A pesar de que en marzo todo apuntaba a que la tendencia sería a mantenerse en el escenario normal, nos encontramos en el más débil. Este resultado evidencia el mayor deterioro del acceso a la financiación por parte del sector privado.

Existen diferencias en las estrategias para reducir el déficit de los distintos países.

España y Portugal prevén alcanzar un déficit público del 4,5% del PIB en 2012.

Los agentes se decantan hacia activos más líquidos.

Sigue habiendo dudas sobre la recapitalización bancaria.

En este sentido, el FMI recuerda que es imprescindible avanzar hacia una unión bancaria tal y como se acordó en el Consejo Europeo de octubre. De los cuatro pilares de la unión bancaria (regulación común, supervisor único, mecanismos de resolución y fondo de garantía común) el flanco más avanzado es el de supervisión. Los líderes europeos establecieron que el próximo uno de enero se aprobará el marco legal de la supervisión bancaria y se espera que el Mecanismo Único de Supervisión (MUS) empiece a ser operativo durante el transcurso de 2013. La existencia de esta institución es una condición necesaria para que el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) pueda recapitalizar directamente a los bancos, hecho que facilitaría trancar el vínculo entre deuda bancaria y deuda soberana. No obstante, algunos países centrales, liderados por Alemania, han mostrado reticencias a que el MEDE recapitalice directamente a la banca antes de que el MUS esté operativo de forma eficaz. Además, también han puesto en duda que la recapitalización sirva para cubrir pérdidas preexistentes a la puesta en marcha del MUS.

Al mismo tiempo, se sigue avanzando en otros frentes para reformar el marco regulatorio del sector bancario. El pasado dos de octubre se presentó, a petición de la Comisión Europea, el Informe Liikanen. El informe lo realizan profesionales de reputado prestigio en el mundo empresarial o académico y es presidido por el director del banco central de Finlandia, Erkki Liikanen. La sugerencia más relevante ha sido la separación legal de las actividades bancarias de mayor riesgo del resto de actividades que realizan los bancos. El objetivo que se persigue es la protección de las actividades esenciales de depósito y

El informe Liikanen propone la separación de actividades bancarias de alto riesgo.

ZONA DEL EURO: FINANCIACIÓN Y DEPÓSITOS DE LOS SECTORES NO FINANCIEROS

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

| | 2010 | 2011 | 2011 | | 2012 | | | |
|--|------|------|------|------|------|------|--------|------------|
| | | | III | IV | I | II | Agosto | Septiembre |
| Financiación al sector privado (1) | | | | | | | | |
| Sociedades no financieras | -1,0 | 2,0 | 2,3 | 1,9 | 0,7 | 0,2 | -0,5 | ... |
| Hogares (2) | 2,7 | 2,8 | 2,7 | 2,2 | 1,9 | 1,3 | 1,0 | ... |
| Depósitos (1) | | | | | | | | |
| Depósitos a la vista | 8,8 | 1,3 | 0,9 | 0,9 | 1,7 | 2,3 | 5,0 | ... |
| Otros depósitos a corto plazo | -5,2 | 2,7 | 3,3 | 2,2 | 2,9 | 2,7 | 0,8 | ... |
| Instrumentos negociables | -9,1 | -5,4 | -5,2 | -3,0 | 0,5 | 2,8 | -0,5 | ... |
| Tipo de interés del mercado monetario (%) | | | | | | | | |
| Repo BCE | 1,0 | 1,3 | 1,42 | 1,42 | 1,00 | 1,00 | 0,75 | 0,75 |
| Euríbor a 3 meses | 0,8 | 1,4 | 1,57 | 1,54 | 1,14 | 0,71 | 0,38 | 0,28 |
| Euríbor a 12 meses | 1,3 | 2,0 | 2,15 | 2,08 | 1,76 | 1,32 | 0,94 | 0,80 |
| Tipo de interés de préstamos y depósitos (%) | | | | | | | | |
| Crédito a las sociedades no financieras (3) | 2,2 | 2,8 | 2,9 | 3,0 | 2,7 | 2,6 | 2,2 | ... |
| Préstamos a los hogares para adquisición de vivienda (4) | 2,7 | 3,3 | 3,4 | 3,5 | 3,4 | 3,2 | 2,9 | ... |
| Depósitos hasta 1 año de los hogares | 2,1 | 2,6 | 2,7 | 2,8 | 2,9 | 2,7 | 2,7 | ... |

NOTAS: (1) Datos ajustados de efectos estacionales, calendario, ventas y titulaciones.

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

(3) Créditos de más de un millón de euros a tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo oficial.

(4) Préstamos a tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo inicial.

FUENTES: Banco Central Europeo y elaboración propia.

provisión de servicios financieros, vitales para el funcionamiento de la economía, de otras actividades de alto riesgo.

Europa emergente: alivio financiero, debilidad macroeconómica

Europa emergente sigue presentando dos caras muy contrastadas: mientras que en el frente del estrés financiero derivado de la crisis de la deuda soberana de la eurozona se viene transitando por una vía relativamente plácida desde el verano, la evolución de los datos relativos a la actividad siguen sin mejorar de forma apreciable.

Abundando en la primera de estas realidades, la de la distensión financiera, y como se puede apreciar en el gráfico siguiente, las diferentes decisiones y anuncios que se han ido realizando a nivel comunitario desde julio pasado (anuncio de intervención ilimitada, pero condicionada, en el mercado secundario de deuda del Banco Central Europeo; visto bueno del Tribunal Constitucional alemán al Mecanismo Europeo de

Estabilidad; concreciones al respecto de la unión bancaria...) han contribuido decisivamente a reducir el estrés financiero sobre las condiciones de financiación de la deuda soberana en Europa emergente.

En el momento de redactar estas líneas, la mayoría de analistas financieros consideran que los niveles de las primas de riesgos de estos países reflejan de forma adecuada sus fundamentales macroeconómicos (perspectivas de crecimiento, niveles de déficit y deuda públicos, etc.). Ello implica que el hipotético contagio, que en todo caso nunca fue excesivo fuera de las situaciones de Hungría y Rumania, de las tensiones financieras en los mercados periféricos de la eurozona ha desaparecido prácticamente.

Cabe asimismo mencionar que esta relajación del estrés financiero también se ha reflejado en otros activos de riesgo, como las divisas. La apreciación de las monedas nacionales ha sido especialmente intensa en Hungría, beneficiada por la expectativa del acuerdo financiero con el Fondo Mo-

En Europa emergente, los datos más recientes apuntan a clara mejoría financiera, pero no a una recuperación apreciable de la actividad.

El riesgo-país se ha reconducido notablemente en la región.

NOTABLE DISTENSIÓN DEL RIESGO-PAÍS EN EUROPA EMERGENTE

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



FUENTE: Thomson Reuters Datastream.

El sentimiento económico apunta a que en el tercer trimestre la actividad sigue debilitándose.

Algunos indicadores adelantados sugieren un suelo al debilitamiento económico en el tramo final de 2012.

Hasta el momento, existen pocas justificaciones para revisar al alza las previsiones de crecimiento para 2012 y 2013.

netario Internacional. Esta perspectiva se debe, en gran medida, al hecho de que el proyecto de presupuesto para 2013 es un avance apreciable en la senda de la corrección de los desequilibrios públicos y elimina algunas medidas consideradas por los organismos internacionales como difícilmente aceptables. En sentido contrario, la apreciación de la divisa ha sido mucho más contenida en Rumania, donde el banco central está interviniendo para frenarla.

Frente a este alivio financiero, los últimos desarrollos en materia de actividad macroeconómica apuntan a que, en el tercer trimestre, la tónica de debilidad se ha acrecentado. El indicador que mejor replica la evolución del producto interior bruto en su conjunto, el de sentimiento económico, sugiere que en dicho tercer trimestre el crecimiento va a volver a desacelerarse. Así, en el periodo de julio a octubre de 2012, el sentimiento económico del promedio de las cinco economías que reseñamos habitualmente en estas páginas (Polonia, Hungría, Rumania, República Checa y Eslovaquia) ha descendido del orden de tres puntos porcentuales, hasta los 89 puntos. Estos niveles equivaldrían a un crecimiento regional en la zona del 1% interanual, muy bajos para los países de la zona. Aunque posiblemente el indicador de sentimiento económico está sobrevalorando el alcance de la desaceleración, lo cierto es que el tercer trimestre habrá sido un periodo de mayor debilidad macroeconómica.

A partir de este bajo punto, ¿va a ser el cuarto trimestre el punto de inflexión del ciclo? A pesar de lo sombrío de los datos contemporáneos, ciertos indicadores de carácter adelantado permiten matizar una lectura de continuidad excesivamente rigurosa. Por ejemplo, el indicador com-

puesto de indicadores adelantados de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) muestra una tendencia a la estabilización en Polonia, la economía de referencia de la región, en sus datos de agosto. Ello apuntaría a un suelo de la actividad económica en Polonia hacia principios de 2013. Adicionalmente, el componente de producción prevista del indicador de sentimiento económico muestra en septiembre una recuperación que estaría anticipando que la producción repuntaría hacia finales de 2012. El único factor verosímil para justificar esta mejoría vendría de la mano de cierta recuperación de la exportación hacia la eurozona.

En definitiva, es difícil poder afirmar, o desmentir, con rotundidad en estos momentos que en el tercer trimestre la actividad tocó su mínimo y en el cuarto se va a recuperar. Ello se debe, de entrada, al hecho de que acumulamos demasiados pocos datos positivos para poder afirmar de forma inequívoca que las tendencias a la debilidad se han truncado. Más bien parece que se empieza a formar un suelo a la caída más que un rebote propiamente dicho. Pero además, la naturaleza de esta incipiente mejoría, basada en desarrollos exógenos a la región (recordemos, derivados de un hipotético mejor tono en la eurozona y de la distensión de la aversión global al riesgo), nos fuerza a ser cautelosos. La falta de elementos autóctonos de mejora (como podría ser un repunte apreciable de la demanda interna) deja la continuidad de la recuperación en manos de la evolución del ciclo en las economías centrales de la eurozona (para la cual todavía no se entrevé un escenario de crecimiento claro hasta entrada 2013) y de que la crisis de la deuda soberana siga una senda de resolución gradual.

MERCADOS FINANCIEROS

Mercados monetarios y de capital

Tono más estable, con el apoyo de los bancos centrales y la mirada en los Gobiernos

Los mercados financieros internacionales encaran la recta final del año en un clima razonablemente estable, circunstancia poco frecuente en los últimos años. El principal respaldo procede de los bancos centrales, tanto en los países desarrollados como en los emergentes, que han adoptado medidas monetarias claramente expansivas y de apoyo a los mercados. También contribuyen los pasos, lentos pero significativos, que están dando los líderes políticos de la eurozona con vistas al objetivo de forjar una unión monetaria con los fundamentos adecuados. De igual manera, en el ámbito de la coyuntura económica, los indicadores adelantados de actividad parecen haber detenido la senda de deterioro iniciada meses atrás. En suma, una serie de factores que han propiciado la mejora de las expectativas de crecimiento global y la recuperación parcial de la confianza de los inversores, que muestran mayor predisposición a asumir riesgos en sus carteras. Sin embargo, todavía quedan muchos elementos por resolver, especialmente en el terreno de actuación de las instancias políticas. Antes de finales de año varias citas centrarán la atención de los mercados. Destacan las elecciones presidenciales de Estados Unidos y acto seguido la gestión del denominado *fiscal cliff*, el congreso del Partido Comunista Chino, así como la celebración de dos cumbres europeas de gran relevancia para establecer la hoja de ruta hacia la unión fiscal y política. En España las próximas semanas también se presentan cruciales, a la espera de si finalmente el Gobier-

no apelará al fondo de rescate europeo para un segundo plan de ayuda. Del resultado de estos eventos dependerá que el clima de tranquilidad se prolongue, como parece más probable, o que retornen las turbulencias, de amargo recuerdo.

A la espera de los resultados de las medidas cuantitativas de política monetaria

La debilidad de la economía global y la persistencia de las fragilidades financieras han provocado que las autoridades monetarias intensificaran durante los últimos meses la adopción de medidas expansivas de política monetaria. Las más señaladas tuvieron lugar en septiembre, protagonizadas por la Reserva Federal de Estados Unidos y por el BCE. En octubre han sido los bancos centrales de diversos países emergentes quienes han dado continuidad al proceso. El objetivo compartido es promover un entorno financiero benigno que permita relanzar el crecimiento.

En la eurozona, el Banco Central Europeo (BCE) convino en su reunión de octubre mantener el tipo de interés rector en el 0,75%. El Consejo de Gobierno de la entidad juzga adecuado este nivel puesto que considera que la recuperación es el escenario más probable, si bien reconoce que todavía existe un elevado número de riesgos que se ciernen sobre la región. Entre estas amenazas destacan las derivadas de las tensiones de los mercados financieros de algunos países de la periferia y las generadas por el encarecimiento de los precios de la energía y los impuestos indirectos.

El entorno financiero mejora gracias al apoyo de los bancos centrales.

En el tramo final del año tendrán lugar citas políticas decisivas.

El BCE mantiene el tipo de interés rector en el 0,75%.

El BCE solo comprará deuda de los países que previamente hayan solicitado ayuda al MEDE.

Ante esta tesitura, los responsables de la institución reconocen que en el corto plazo el crecimiento de la eurozona se mantendrá débil y la inflación algo por encima del objetivo, pero que a lo largo de los próximos trimestres el pulso de la actividad económica mejorará y la inflación se moderará. En consecuencia, su conclusión es que el nivel de los tipos de interés debe permanecer inalterado.

Sin embargo, el discurso del presidente de la entidad, Mario Draghi, se endureció al hablar de la última de las medidas no convencionales adoptadas por el banco. En la reunión de septiembre, el Consejo acordó la puesta en marcha del programa de Operaciones Monetarias de Compraventa (OMC). Este programa contempla la intervención directa de la entidad en los mercados secundarios de deuda pública de los países de la eurozona, pero siempre bajo estrictas condiciones. Lo cierto es que desde el anuncio de este plan han amainado las tensiones en los mercados financieros de la periferia de la región, así como el temor de los inversores a escenarios de ruptura del área monetaria única. En este sentido Draghi lanzó el mensaje de que sería un grave error relajarse en exceso, y puntualizó que el programa OMC solo será efectivo si se asegura el compromiso de los Estados miembros de la eurozona en la corrección de los desequilibrios fundamentales. Indicó que los distintos Gobiernos deben llevar a cabo las reformas financieras, fiscales y estructurales precisas para recuperar unos fundamentos macroeconómicos sostenibles. Adicionalmente, el presidente del BCE especificó que la entidad ya está preparada para poner en marcha las OMC, aunque siempre que los países que lo soliciten hayan aceptado la condicionalidad contenida en un programa con el fondo de rescate (MEDE). Una vez cumplido este requisito, el BCE decidirá el momento y la extensión temporal de la compra de bonos del país en cuestión.

El BCE asumirá el papel de supervisor bancario único de la eurozona.

La Fed defiende su estrategia y mantiene el rumbo.

Igualmente, el banco central retirará la ayuda al Estado miembro que incumpla las condiciones pactadas.

Adicionalmente, y en el marco del Consejo Europeo celebrado en octubre, se ha debatido sobre uno de los elementos primordiales de la resolución de la crisis de la eurozona: la unión bancaria. El primer paso para la misma es la creación del «mecanismo único de supervisión» del conjunto de la banca, papel que desempeñará, bajo el beneplácito de todos los Estados miembros, el BCE. Aunque en un principio se había interpretado que el supervisor bancario único debería estar vigente para finales de este año, finalmente se ha especificado que para dicha fecha debe estar aprobado su marco legal, pero que su puesta en marcha efectiva tendrá lugar a lo largo de 2013.

En Estados Unidos, la política monetaria de la Reserva Federal (Fed) ha entrado en una fase de continuismo a la espera de apreciar los resultados de las últimas medidas. Tal como anunciara el pasado mes de septiembre, en el contexto de languidez económica por el que atraviesa el país, la entidad se compromete a acomodar su actuación monetaria con el doble fin de dinamizar el mercado laboral y salvaguardar la estabilidad de precios. Para ello se apoya en el uso de dos herramientas. La primera es la proyección de mantener los tipos de interés en niveles extraordinariamente reducidos (0%-0,25%) hasta mediados de 2015. La segunda es la implementación de una nueva ronda de expansión cuantitativa (*Quantitative Easing 3*, QE3). En esta ocasión, el plan de compras de la Fed se centrará en la adquisición de titulizaciones hipotecarias. Aunque todavía es pronto para poder valorar los efectos de esta medida sobre el mercado inmobiliario y las condiciones crediticias, desde el anuncio de la misma el pasado 14 de septiembre se pueden observar ciertos com-

portamientos esperanzadores. En primer lugar, los tipos hipotecarios se han deslizado a la baja aun cuando los tipos de los bonos del Tesoro han aumentado levemente. En segundo lugar, se ha reactivado el mercado de las refinanciaciones hipotecarias. Finalmente, el número de contratos de compraventa de inmuebles de segunda mano registró en septiembre un incremento superior al 10% en términos interanuales. Por otro lado, las expectativas de inflación de los participantes en los mercados (medibles a partir de la diferencia entre las *yields* de los bonos regulares y los bonos indicados a la inflación) se mantienen ancladas. Asimismo, la cotiza-

ción del dólar no ha experimentado grandes movimientos.

Sin embargo, Ben Bernanke ha tenido que salir en defensa de las medidas adoptadas por la entidad que preside. Durante las últimas semanas varios gobernadores de bancos centrales de países emergentes han criticado los efectos negativos que la política de la Fed puede tener sobre sus divisas y sus economías. Ante esta circunstancia, Bernanke ha argumentado la idoneidad de la política acomodaticia de la Fed, señalando que los movimientos recientes de capitales hacia países emergentes responden más al renovado ánimo de los inverso-

Los tipos hipotecarios en Estados Unidos descienden y la venta de viviendas aumenta.

Bernanke opina que la debilidad del dólar beneficia al crecimiento mundial.

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) | Euribor (5) | | Nivel objetivo de Reserva Federal (3) | Tres meses (5) | Tres meses (5) | Tipo de intervención Banco de Inglaterra (4) | Tres meses (5) | Tres meses (5) |
| | | Tres meses | Un año | | | | | | |
| 2011 | | | | | | | | | |
| Septiembre | 1,50 | 1,55 | 2,08 | 0,25 | 0,37 | 0,19 | 0,50 | 0,95 | 0,15 |
| Octubre | 1,50 | 1,59 | 2,12 | 0,25 | 0,43 | 0,20 | 0,50 | 0,99 | 0,57 |
| Noviembre | 1,25 | 1,47 | 2,04 | 0,25 | 0,53 | 0,20 | 0,50 | 1,04 | 0,77 |
| Diciembre | 1,00 | 1,36 | 1,95 | 0,25 | 0,58 | 0,20 | 0,50 | 1,08 | 0,92 |
| 2012 | | | | | | | | | |
| Enero | 1,00 | 1,13 | 1,75 | 0,25 | 0,54 | 0,20 | 0,50 | 1,08 | 0,47 |
| Febrero | 1,00 | 0,98 | 1,61 | 0,25 | 0,48 | 0,20 | 0,50 | 1,06 | 0,57 |
| Marzo | 1,00 | 0,78 | 1,42 | 0,25 | 0,47 | 0,20 | 0,50 | 1,03 | 0,35 |
| Abril | 1,00 | 0,71 | 1,31 | 0,25 | 0,47 | 0,20 | 0,50 | 1,01 | 0,54 |
| Mayo | 1,00 | 0,67 | 1,23 | 0,25 | 0,47 | 0,20 | 0,50 | 0,99 | 0,13 |
| Junio | 1,00 | 0,65 | 1,21 | 0,25 | 0,46 | 0,20 | 0,50 | 0,90 | 0,09 |
| Julio | 0,75 | 0,39 | 0,95 | 0,25 | 0,44 | 0,20 | 0,50 | 0,74 | 0,08 |
| Agosto | 0,75 | 0,28 | 0,81 | 0,25 | 0,42 | 0,19 | 0,50 | 0,68 | 0,00 |
| Septiembre | 0,75 | 0,22 | 0,68 | 0,25 | 0,36 | 0,19 | 0,50 | 0,60 | 0,05 |
| Octubre (1) | 0,75 | 0,20 | 0,64 | 0,25 | 0,32 | 0,19 | 0,50 | 0,53 | -0,01 |

NOTAS: (1) Día 23.

(2) Tipo de interés marginal. Últimas fechas de variación del tipo mínimo: 7-04-11 (1,25%), 7-07-11 (1,50%), 3-11-11 (1,25%), 8-12-11 (1,00%), 5-07-12 (0,75%).

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

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

(5) Tipo de interés interbancario.

FUENTES: Bancos centrales nacionales, Bloomberg y elaboración propia.

Los bancos centrales de países emergentes tienen margen para aumentar los estímulos monetarios.

El respaldo del BCE facilita el descenso de las primas de riesgo de la periferia europea.

Las agencias de *rating* mantienen la calificación crediticia de España en grado de inversión.

res y a la mejora de las expectativas de crecimiento económico que a las actuaciones monetarias de los países desarrollados. Igualmente, Bernanke aprecia ventajas en la laxitud monetaria en tanto que la búsqueda de estímulo para Estados Unidos a través del gasto también ayuda a la economía global.

En el ámbito de los países emergentes, durante el mes de octubre han tenido lugar diversos episodios de aumento de la laxitud monetaria. Los bancos centrales de los países emergentes intentan apuntalar las tasas de actividad y estimular las demandas domésticas. Para ello, se apoyan en recortes de los tipos de interés oficiales y en el uso de medidas administrativas o cuantitativas. En algunos países, la política fiscal también se mueve con el mismo propósito. Los resultados se empiezan a vislumbrar. De hecho, algunos gobernadores centrales de estos países comienzan a plantearse el fin del ciclo de las bajadas de tipos con el fin de no alimentar presiones inflacionistas futuras. Este sería el caso del Banco Central de Brasil que ha anunciado un periodo de *impasse* después de rebajar los tipos de interés hasta el 7,25%.

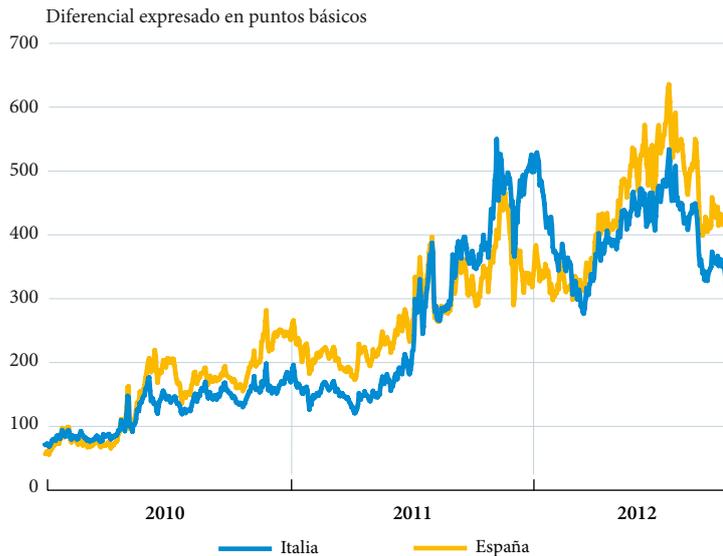
En este contexto, los tipos de interés interbancarios han seguido inmersos en el proceso de ajuste a la baja iniciado meses atrás. Alentados por los anuncios realizados por los bancos centrales de la eurozona y de Estados Unidos, los tipos de interés han descendido a cotas mínimas históricas en el caso del euríbor o se mantienen cerca de ellas, como ocurre con el tipo de interés líbor en dólares. A esta evolución también han contribuido la mejora de las primas de riesgo crediticias y de liquidez de la periferia europea, la reestructuración financiera de las entidades de crédito problemáticas y la caída de la apelación del sector bancario a la liquidez del Eurosistema.

Tregua en los mercados de deuda de la periferia de la eurozona

Como viene siendo habitual en los últimos meses, la evolución de los mercados de deuda soberana ha estado marcada por el devenir de los acontecimientos en el seno de la eurozona y por el efecto de los anuncios de los bancos centrales en las expectativas de los inversores. En el caso de los países de la periferia europea, el aspecto más destacable ha sido la continuidad del proceso de normalización de las primas de riesgo soberanas de España e Italia. En el caso español, la posibilidad de contar con la actuación del BCE en los mercados secundarios si las cosas se ponen feas (previa solicitud de una línea preventiva de financiación del MEDE y cumplimiento de una estricta condicionalidad fiscal) ha sido motivo suficiente para impulsar el descenso de la rentabilidad de los bonos del Tesoro español. En concreto, la *yield* del bono a 10 años descendió hasta el 5,35%, el nivel más bajo desde abril. Esta circunstancia, así como las reformas financieras, fiscales, y estructurales impulsadas desde el Ejecutivo, y la mejora del acceso a los mercados de capitales extranjeros, han servido para que las principales agencias de *rating* hayan mantenido la calificación de la deuda española en grado de inversión (Standard and Poor's rebajó el *rating* pero dejándolo por encima de la categoría «basura» y Moody's rechazó bajarla a esa peligrosa zona). En este contexto, el Tesoro ha aprovechado para realizar nuevas emisiones de obligaciones a un coste inferior que en ocasiones anteriores y con un elevado grado de aceptación entre los inversores internacionales. La noticia más relevante al respecto es que a través de las distintas colocaciones del Tesoro, ya se ha logrado cubrir un 94% de las necesidades de financiación del Estado previstas para 2012. No obstante, existen varios obstáculos que impiden que la caída de los tipos de

RELAJACIÓN DE LAS TENSIONES DE LAS PRIMAS DE RIESGO DE LA PERIFERIA

Diferencial entre los bonos de España e Italia a 10 años con el *bund* alemán



FUENTE: Bloomberg.

interés de la deuda española pueda considerarse definitiva. Entre ellos destacan las incógnitas sobre la ejecución presupuestaria, el deterioro que todavía se observa en los datos económicos de España, así como las reticencias de Alemania y otros países a que el MEDE inyecte capital de forma directa en entidades financieras con carácter retroactivo (es decir, para casos gestados antes de la puesta en marcha del supervisor común).

Por su parte, la deuda de los países con mejor calificación crediticia, Alemania y Estados Unidos, ha acumulado leves repuntes en la rentabilidad, aunque siempre dentro de unos niveles excepcionalmente bajos y en un entorno de volatilidad limitada. En el caso de la deuda soberana alemana, a medida que los riesgos de ruptura de la unión monetaria y de reestructuración de la deuda de los países periféricos han empezado a disminuir, el precio del bono alemán a largo plazo ha cedido posiciones. Esta circunstancia ha contribuido al estrechamiento del diferencial entre el bono español y el alemán. En ade-

lante, los factores clave que se perfilan son: la búsqueda de soluciones para que Grecia permanezca en el euro, la evolución de la economía española y su déficit público, y la marcha de las negociaciones para la refundación de la unión monetaria (añadiendo los componentes bancario, fiscal y político). Si se impone el sentido común en las cuestiones a dilucidar en la arena política, el resultado será una consolidación de la tendencia hacia una menor prima de riesgo soberana periférica, y una suave propensión al alza de las tasas internas de rentabilidad de la deuda alemana.

Por su parte, la tasa de rendimiento de la deuda norteamericana también ha experimentado subidas modestas. El compromiso de la Fed y la garantía de que sus actuaciones estarán siempre enfocadas a impulsar el crecimiento económico en un entorno de estabilidad de precios, ha mejorado las expectativas del comportamiento económico de Estados Unidos a largo plazo. Esta mejora ha propiciado un repunte de la *yield* hasta cotas cercanas al 1,80%, pero será difícil que ascienda mu-

La deuda alemana sigue ofreciendo rentabilidades muy bajas.

La estabilidad del mercado de deuda de Estados Unidos, amenazada por el *fiscal cliff*.

TIPOS DE INTERÉS A LARGO PLAZO EN LOS MERCADOS NACIONALES

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

| | Alemania | Francia | España | Italia | Estados Unidos | Japón | Reino Unido | Suiza |
|-------------|----------|---------|--------|--------|----------------|-------|-------------|-------|
| 2011 | | | | | | | | |
| Septiembre | 1,9 | 2,6 | 5,1 | 5,5 | 1,9 | 1,0 | 2,4 | 0,9 |
| Octubre | 2,0 | 3,1 | 5,5 | 6,1 | 2,1 | 1,0 | 2,4 | 1,0 |
| Noviembre | 2,3 | 3,4 | 6,2 | 7,0 | 2,1 | 1,1 | 2,3 | 0,9 |
| Diciembre | 1,8 | 3,1 | 5,1 | 7,1 | 1,9 | 1,0 | 2,0 | 0,7 |
| 2012 | | | | | | | | |
| Enero | 1,79 | 3,05 | 4,97 | 5,95 | 1,80 | 0,97 | 1,97 | 0,72 |
| Febrero | 1,82 | 2,88 | 4,99 | 5,19 | 1,97 | 0,96 | 2,15 | 0,72 |
| Marzo | 1,79 | 2,89 | 5,35 | 5,12 | 2,21 | 0,99 | 2,20 | 0,87 |
| Abril | 1,66 | 2,96 | 5,77 | 5,51 | 1,91 | 0,90 | 2,11 | 0,72 |
| Mayo | 1,20 | 2,36 | 6,56 | 5,90 | 1,56 | 0,82 | 1,57 | 0,55 |
| Junio | 1,58 | 2,69 | 6,33 | 5,82 | 1,64 | 0,84 | 1,73 | 0,67 |
| Julio | 1,29 | 2,06 | 6,75 | 6,08 | 1,47 | 0,79 | 1,47 | 0,48 |
| Agosto | 1,33 | 2,16 | 6,86 | 5,85 | 1,55 | 0,80 | 1,46 | 0,52 |
| Septiembre | 1,44 | 2,18 | 5,94 | 5,09 | 1,63 | 0,78 | 1,73 | 0,54 |
| Octubre (*) | 1,58 | 2,24 | 5,58 | 4,83 | 1,77 | 0,79 | 1,86 | 0,50 |

NOTA: (*) Día 23.

FUENTE: Bloomberg.

El euro se beneficia de la reducción del riesgo de ruptura de la unión monetaria.

cho más dada precisamente la actuación compradora de la Fed en los mercados de renta fija. En cualquier caso, la evolución del mercado de deuda norteamericano podría verse alterado si las autoridades del país no logran gestionar con acierto el *fiscal cliff* o «precipicio fiscal» antes de enero de 2013.

La volatilidad en los mercados de divisas se sitúa en cotas muy bajas

Prolongando la tónica iniciada en agosto, el tipo de cambio del euro se ha mantenido en su cruce con el dólar en torno a los 1,30. Esta cotización supone una moderada infravaloración del dólar respecto al nivel de equilibrio según la paridad de poder de compra, y encuentra su justificación en dos factores principales. Uno es el efecto de la política monetaria ultralaxa de la Fed, que mantiene los tipos de interés del

dólar en cotas artificialmente bajas. Adicionalmente, en Europa se han reducido los riesgos de ruptura de la unión monetaria gracias a las garantías ofrecidas por el BCE y a los acontecimientos políticos de las últimas semanas.

En un contexto más amplio, la depreciación del dólar también está teniendo efectos en su intercambio con las divisas de los países emergentes. Como algunos gobernadores de bancos centrales de estos países habían advertido, la mayoría de las monedas de sus países han iniciado una senda de apreciación. En el caso de las divisas asiáticas, el yuan chino ha alcanzado su mayor valor frente al dólar desde 1993. La situación es similar en el caso de las principales divisas latinoamericanas, a excepción del real brasileño, cuya apreciación ha sido contrarrestada por la rebaja de los tipos de interés oficiales y por las intervenciones del Gobierno.

TIPOS DE CAMBIO DE LAS PRINCIPALES MONEDAS

24-10-2012

| | Tipo de cambio | % variación (*) | | |
|-----------------------------------|----------------|-----------------|------------------|-------|
| | | Mensual | s/diciembre 2011 | Anual |
| Frente al dólar de EE. UU. | | | | |
| Yen japonés | 79,8 | 2,4 | 3,6 | 4,6 |
| Libra esterlina | 0,627 | -1,6 | 2,6 | -0,2 |
| Franco suizo | 0,935 | -0,1 | -0,3 | 5,8 |
| Dólar canadiense | 0,992 | 1,4 | -2,9 | -1,2 |
| Peso mexicano | 12,986 | 0,6 | -7,3 | -3,0 |
| Frente al euro | | | | |
| Dólar de EE. UU. | 1,294 | 0,0 | 0,2 | 7,1 |
| Yen japonés | 103,2 | 2,4 | 3,4 | -2,8 |
| Franco suizo | 1,210 | 0,0 | -0,6 | -1,4 |
| Libra esterlina | 0,811 | 1,6 | -2,8 | -7,4 |
| Corona sueca | 8,653 | 2,0 | -3,1 | -5,3 |
| Corona danesa | 7,459 | 0,0 | 0,4 | 0,2 |
| Zloty polaco | 4,137 | -0,3 | -7,9 | -5,3 |
| Corona checa | 24,98 | 0,1 | -2,4 | 0,5 |
| Forint húngaro | 281,2 | -0,5 | -12,0 | -4,9 |

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

FUENTE: Bloomberg.

La renta fija corporativa gana posiciones

Los mercados de renta fija corporativa han seguido aprovechando la relativa mejora de las expectativas que dominan los mercados financieros globales. Al igual que ocurriera en el mes anterior, en octubre la actividad de la deuda privada ha estado caracterizada por dos aspectos. El primero, la caída de los *spreads* de los principales índices. El segundo, la continuidad de los volúmenes de emisión y contratación muy elevados. En los nueve primeros meses de este año el volumen de la emisión global de bonos corporativos ha superado en un 6% la cifra del mismo periodo del año anterior. En Estados Unidos, la mejora de las condiciones monetarias vinculadas al QE de la Fed así como la recuperación de las expectativas de crecimiento económico sostenible han empujado a los inversores privados a demandar activos con un perfil de rentabilidad y ries-

go más agresivos, como los bonos *high yield*. Muchas empresas, aprovechando este renovado apetito por el riesgo, han intensificado el ritmo de las colocaciones de deuda a unos costes de financiación muy reducidos, llegando incluso a superarse en algunos sectores las necesidades de financiación, y por lo tanto, acumulando liquidez.

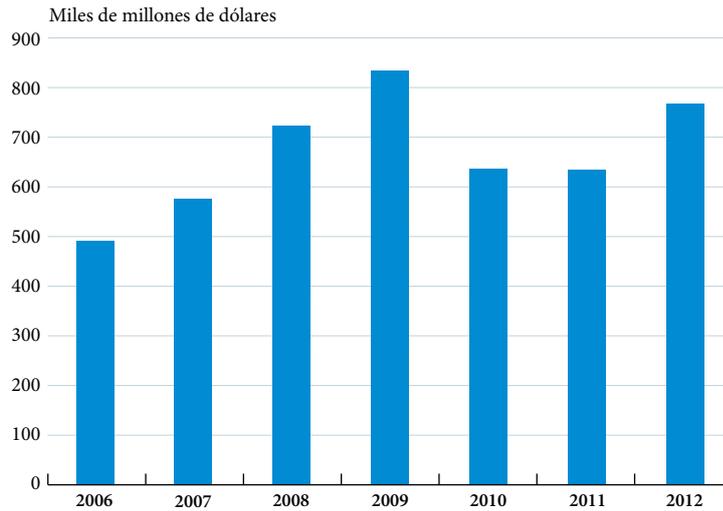
Sin embargo, es en la eurozona donde se han producido las noticias de mayor calado. El mercado primario europeo continúa beneficiándose de la ventana de oportunidades abierta por el BCE tras la reunión del 6 de septiembre. En aquella ocasión, la entidad además de comprometerse a dar soporte financiero a las economías en dificultades, relajó las reglas sobre el colateral que los bancos pueden descontar en el BCE. En efecto, ante la mejora de las expectativas del éxito de la unión monetaria y fiscal de la eurozona, las compañías han acudido a estos mercados buscan-

Los mercados de renta fija privada siguen boyantes.

Las emisiones de bonos de compañías de la periferia europea tienen buena acogida.

LAS EMISIONES DE BONOS CORPORATIVOS ESTÁN EN MÁXIMOS DESDE 2009

Volumen de emisiones del 1 de enero al 23 de octubre



FUENTE: Bloomberg.

Las principales entidades de crédito españolas mantienen *rating* de *investment grade*.

do financiación en condiciones asequibles. Durante el mes de octubre, esta tendencia se ha consolidado, destacando el aumento de las emisiones realizadas por compañías de los países de la periferia y la buena aceptación de las mismas por parte de los inversores internacionales. En este apartado hay que hacer mención a la revisión que Standard & Poor's y Moody's han hecho de la calidad crediticia del sistema financiero español. Ambas agencias, después de anunciar que dejaban la calificación de la deuda soberana de España un escalón por encima del «bono basura», han rebajado la nota de varios bancos, pero no tanto como se temía. En su opinión, las tres principales entidades bancarias españolas son merecedoras de la valoración de grado de inversión, circunstancia que proporciona un soporte importante a los diferenciales de la deuda senior de cara al corto y medio plazo.

La mejora de las condiciones económicas y financieras da soporte a las bolsas.

Las ganancias empresariales dominan los ánimos de las bolsas

Como no podía ser de otra manera, la marcha de la renta variable también ha es-

tado determinada por los cambios que se han producido en el escenario económico y financiero global. La incipiente dinamización de la economía norteamericana, la estabilización de los emergentes, los primeros acuerdos políticos alcanzados en el seno de la eurozona en relación con la unión bancaria, fiscal y política, la perspectiva de soluciones conciliadoras para Grecia dentro del euro, y la calificación crediticia favorable de España, han sido factores propicios para dar soporte a las cotizaciones bursátiles. No obstante, la mejora del sentimiento todavía es frágil, y no se ha trasladado por completo a las bolsas en forma de aumento sólido de las compras. De hecho, planean cuestiones, en su mayoría de naturaleza política (las elecciones presidenciales de Estados Unidos y el relevo de la cúpula dirigente del Partido Comunista Chino), que amenazan la sostenibilidad del *rally* de la renta variable.

En el día a día de los parques bursátiles, octubre ha estado dominado en gran medida por el inicio de la campaña de resultados empresariales a ambos lados del Atlántico. El consenso de analistas había

ÍNDICES DE LAS PRINCIPALES BOLSAS MUNDIALES

24-10-2012

| | Índice (*) | % variación mensual | % variación acumulada | % variación anual |
|------------------------------|------------|---------------------|-----------------------|-------------------|
| Nueva York | | | | |
| <i>Dow Jones</i> | 13.102,5 | -3,4 | 7,2 | 10,0 |
| <i>Standard & Poor's</i> | 1.413,1 | -3,0 | 12,4 | 12,7 |
| <i>Nasdaq</i> | 2.990,5 | -5,4 | 14,8 | 10,8 |
| Tokio | 8.954,3 | -1,3 | 5,9 | 1,2 |
| Londres | 5.795,5 | -0,7 | 4,0 | 4,5 |
| Zona del euro | 2.476,5 | -3,2 | 6,9 | 4,5 |
| <i>Fráncfort</i> | 7.174,6 | -3,2 | 21,6 | 18,5 |
| <i>París</i> | 3.407,5 | -2,6 | 7,8 | 5,8 |
| <i>Ámsterdam</i> | 326,9 | -1,5 | 4,6 | 6,0 |
| <i>Milán</i> | 15.510,0 | -2,3 | 2,8 | -4,4 |
| <i>Madrid</i> | 7.710,2 | -5,3 | -10,0 | -13,9 |
| Zúrich | 6.619,0 | 0,3 | 11,5 | 14,3 |
| Hong Kong | 21.763,4 | 5,0 | 18,1 | 20,7 |
| Buenos Aires | 2.369,0 | -6,4 | -3,8 | -17,2 |
| São Paulo | 57.690,2 | -6,8 | 1,6 | 1,4 |

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.

estimado que durante el tercer trimestre las ganancias empresariales habrían experimentado en Estados Unidos su primer descenso en términos anualizados desde 2009, dadas la desaceleración de la actividad económica global y la afectación por las vicisitudes financieras de la eurozona. A pesar de un inicio desalentador marcado por las pérdidas y la caída de las ventas, las ganancias de las compañías norteamericanas comunicadas hasta finales de octubre no han mostrado un escenario tan negativo como el previsto por los analistas. Sin embargo, en Europa la recesión económica de la región y las dificultades de financiación de las empresas están haciendo mella en los resultados con algo más de intensidad de lo esperado.

Por lo que respecta a España, nuevamente el sector bancario español ha estado en el punto de mira de los inversores. La prueba de resistencia realizada por la consultora Oliver Wyman arrojó unas necesidades de

capitalización del sector de 52.000 millones de euros. Este resultado, alineado con lo esperado, ha servido para dinamizar la creación de la sociedad de gestión de activos procedentes de la reestructuración bancaria (Sareb), o lo que se ha venido a llamar como «banco malo», que deberá estar operativo en diciembre. Adicionalmente, el Banco de España ha elevado el nivel de recursos propios de la banca hasta el 9%, cumpliendo con las consignas europeas. En resumen, estos pasos han contribuido a la mejora de la percepción del sector entre los inversores internacionales, después del duro castigo infligido a su cotización a lo largo de los últimos trimestres. No obstante, las perspectivas bursátiles de España están estrechamente ligadas a la evolución de la prima de riesgo soberana, que a su vez está sujeta en gran medida a la decisión final del Gobierno respecto a la petición oficial de una línea de crédito preventiva al fondo de rescate permanente.

La campaña de resultados del tercer trimestre tiene claroscuros.

Las perspectivas de la bolsa española dependen de la prima de riesgo soberana.

Actividad económica

El ritmo de contracción de la actividad no se acelera durante el tercer trimestre.

La contracción de la actividad se mantiene en el tercer trimestre

Según las estimaciones del Banco de España, la economía española en el tercer trimestre continuó contrayéndose, aunque a un ritmo menor de lo que se esperaba. Se estima que el producto interior bruto (PIB) retrocedió a una tasa intertrimestral del 0,4%, lo que situaría la tasa de variación anual en el -1,7%. Estos datos contrastan con las previsiones de crecimiento de la mayoría de analistas. Por ejemplo, a inicios de septiembre las previsiones de Consensus Forecast situaban la tasa de variación interanual del PIB en el -2,1% para el tercer trimestre de 2012.

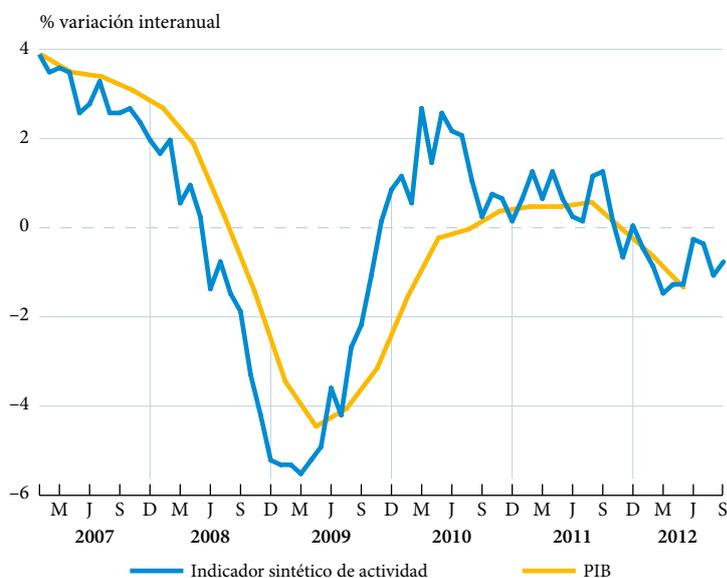
A pesar de esta evolución relativa mejor de lo esperado, no parece que se vaya a producir un cambio de tendencia en el corto pla-

zo. Más bien se prevé una aceleración de la contracción en lo que queda de año y probablemente durante los primeros trimestres de 2013. A partir de ahí, se produciría una recuperación lenta pero gradual de la economía que se consolidaría en 2014.

Según las estimaciones del Banco de España, el principal factor explicativo de este mejor comportamiento de la actividad en el tercer trimestre es el incremento del consumo de los hogares. La tasa de crecimiento intertrimestral entre julio y septiembre se situaría cerca del 0,1%. Este repunte del consumo privado se debe a que los consumidores anticiparon algunas compras en los meses de julio y agosto ante el incremento del IVA a partir del 1 de septiembre. El índice general del comercio minorista registró en agosto una variación anual del -1,5% a precios constantes, lo que su-

LA CONTRACCIÓN DEL PIB SE MANTIENE EN EL TERCER TRIMESTRE

Indicador sintético de actividad y PIB



FUENTES: INE y Ministerio de Economía y Competitividad.

pone un aumento relativo comparado con el crecimiento promedio del $-4,7\%$ en lo que va de año. Destaca el incremento de las ventas en bienes de equipo del hogar y bienes de consumo duradero. Asimismo, las matriculaciones de automóviles también muestran un aumento en agosto del $3,4\%$. Sin embargo, en septiembre, tras el incremento del IVA, la caída fue muy acusada, situándose en el $-36,8\%$. Este hecho muestra que el repunte del consumo en el tercer trimestre probablemente sea temporal y atribuible al adelanto de decisiones de compra que se habrían llevado a cabo en meses posteriores sin la subida de impuestos. Por lo tanto, es de esperar que en el cuarto trimestre del año se produzca una recaída del consumo privado.

De hecho, así parece anticiparlo el indicador de confianza de los consumidores, que sigue en niveles muy bajos. Concretamente, en el mes de septiembre registró un valor de $-36,8$, situándose en niveles similares a los de verano de 2008. Además, los datos sobre la renta disponible de los hogares no son nada alentadores para una recuperación sostenida del consumo privado. Según las cuentas no financieras de los sectores institucionales del segundo tri-

mestre de 2012, la renta bruta disponible de los hogares retrocedió un $3,2\%$ interanual. Esto se debe en gran medida a la disminución de la remuneración de los asalariados ($-3,9\%$). El empeoramiento del mercado de trabajo y el incremento de la inflación hacen prever que el poder adquisitivo de los hogares siga mermado durante los próximos trimestres.

Por otro lado, la tasa de ahorro registró un nuevo descenso en el segundo trimestre y se situó en el $9,6\%$ de la renta disponible. Esto implica un descenso acumulado de 8 puntos porcentuales respecto al máximo alcanzado en el cuarto trimestre de 2009. Esta reducción del ahorro es más bien sorprendente en un contexto de alta incertidumbre como el actual, en el que esperaríamos que aumentara por el efecto precaución. El hecho de que los hogares estén reduciendo la tasa de ahorro parece reflejar su incapacidad para ahorrar en un contexto de recesión prolongado en el tiempo.

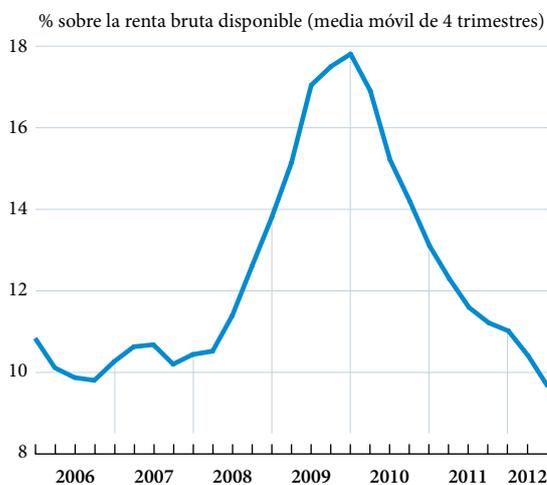
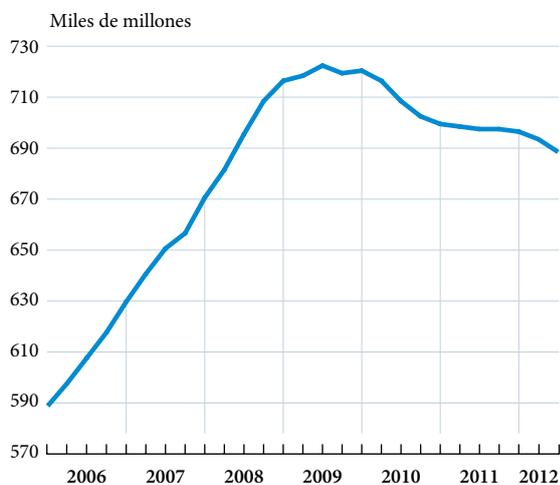
Según las estimaciones del Banco de España, el resto de componentes del PIB tuvieron un comportamiento similar al previsto. Se estima que la inversión en bienes de equipo se mantuvo inalterada en el tercer

El consumo aumenta por el efecto anticipación del IVA.

La tasa de ahorro descende hasta el $9,6\%$ de la renta bruta disponible de los hogares.

CAÍDA DE LA RENTA DISPONIBLE Y DEL AHORRO DE LOS HOGARES

Renta bruta disponible y tasa de ahorro



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

La demanda nacional modera su tendencia decreciente y el sector exterior se mantiene.

trimestre, mientras que la inversión en construcción continuó la tendencia contractiva iniciada en el tercer trimestre de 2008. Los indicadores de actividad por sectores muestran una mejor evolución del sector secundario que el de servicios. Así, el índice PMI del sector servicios cierra el trimestre con una prominente caída, pasando de 44 puntos en el mes de agosto a 40,2 en septiembre, claramente por debajo de 50 puntos, que indica contracción económica. Por su parte, el PMI manufacturero se situó en 44,5 puntos en el mes de septiembre, incrementándose ligeramente respecto al mes anterior. El índice de producción industrial retrocedió un 3,2% en el mes de agosto respecto al mismo mes del año anterior, mostrando una menor caída que en meses anteriores. El empeoramiento de los indicadores de confianza de los sectores productivos, como el indicador de confianza de la industria, hace prever una continuación de la contracción de la inversión en los próximos meses.

Respecto al último componente de la demanda nacional, el gasto en consumo final de las administraciones públicas, también se contrajo en el tercer trimestre alrededor del 3% intertrimestral. Sin embargo, debido a las dificultades para cumplir con el objetivo de déficit fiscal fijado en el 6,3% para 2012, es de esperar que el consumo público se contraiga aún más durante el cuarto trimestre del año.

En conjunto, el Banco de España estima que la demanda nacional tuvo una aportación negativa al crecimiento intertrimestral del PIB de -1,2 puntos porcentuales. Esta contribución fue dos décimas más positiva que la registrada durante el trimestre anterior, lo que indica que la contracción de la debilidad de la demanda interna se ha estabilizado de forma temporal. Por otro lado, se estima que la demanda externa tuvo una aportación positiva al PIB de 0,8 puntos porcentuales, una décima menos que el trimestre anterior. Así, continua la ten-

INDICADORES DE DEMANDA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

| | 2010 | 2011 | 2011 | | 2012 | | | |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|------------|
| | | | III | IV | I | II | Agosto | Septiembre |
| Consumo | | | | | | | | |
| Producción de bienes de consumo (*) | 0,8 | -1,0 | 0,7 | -2,2 | -3,7 | -4,5 | -3,6 | ... |
| Importación de bienes de consumo (**) | -9,5 | -2,2 | 1,2 | 0,4 | -6,1 | -11,3 | -16,0 | ... |
| Matriculaciones de automóviles | 3,1 | -17,7 | -0,7 | -5,5 | -1,9 | -13,7 | 3,4 | -36,8 |
| Crédito al consumo de bienes duraderos | -12,3 | -9,9 | -4,4 | -10,4 | -12,8 | -13,6 | ... | ... |
| Indicador de confianza de los consumidores (***) | -20,9 | -17,1 | -15,8 | -16,8 | -24,6 | -29,0 | -39,7 | -36,8 |
| Inversión | | | | | | | | |
| Producción de bienes de equipo (*) | -3,3 | 0,8 | 2,6 | -4,8 | -10,3 | -13,9 | -7,6 | ... |
| Importación de bienes de equipo (**) | 6,5 | -3,1 | -1,5 | -7,2 | -11,5 | -11,9 | -17,9 | ... |
| Matriculación de vehículos industriales | 7,0 | -6,6 | 5,8 | -15,1 | -19,1 | -26,6 | -26,4 | -36,1 |
| Comercio exterior (**) | | | | | | | | |
| Importaciones no energéticas | 10,3 | 1,0 | 0,8 | -3,1 | -8,7 | -8,5 | -11,9 | ... |
| Exportaciones | 15,6 | 10,1 | 10,9 | 5,4 | -0,3 | 2,7 | 5,2 | ... |

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

(**) En volumen.

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

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

dencia iniciada en 2010 en la que el sector exterior sigue siendo el único motor de crecimiento de la economía española.

La debilidad de la zona del euro, así como la ralentización de los países emergentes, puede afectar la capacidad del sector exterior de relanzar la recuperación económica. De hecho, el Fondo Monetario Internacional, en su informe de perspectivas de octubre, pronostica una eurozona débil en 2013 y empeora las previsiones de crecimiento. En particular, se revisó una décima el crecimiento para 2012, hasta el 0,4%. Los mayores cambios están en 2013, año en que se espera un mínimo avance del 0,2%, cinco décimas menos que la previsión de julio. También se revisaron a la baja

las previsiones de crecimiento para España, que junto con Italia, se sitúa en la cola de la recuperación. Concretamente, pronostica una caída del 1,5% para 2012 y del 1,3% para 2013 de la economía española.

Ante este escenario de debilidad económica de la zona del euro y, en general, de la economía mundial, es necesario que el Gobierno español impulse la agenda de reformas estructurales que permitan consolidar las ganancias en competitividad conseguidas durante este periodo recesivo. Solo con un sistema de producción más competitivo y unas instituciones eficaces se podrá consolidar una recuperación económica sostenible y equilibrada.

El FMI revisa las previsiones de crecimiento a la baja.

INDICADORES DE OFERTA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

| | 2010 | 2011 | 2011 | | 2012 | | | |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|------------|
| | | | III | IV | I | II | Agosto | Septiembre |
| Industria | | | | | | | | |
| Consumo de electricidad (1) | 2,7 | -1,3 | -1,0 | -4,1 | -1,8 | -1,3 | -1,5 | -1,9 |
| Índice de producción industrial (2) | 0,8 | -1,4 | -1,4 | -5,0 | -5,8 | -7,1 | -3,2 | ... |
| Indicador de confianza en la industria (3) | -13,8 | -12,5 | -14,4 | -16,5 | -14,8 | -17,1 | -22,2 | -19,3 |
| Utilización capacidad productiva (4) | 72,0 | 73,3 | 73,3 | 72,7 | 72,5 | 73,4 | ... | ... |
| Importación bienes interm. no energ. (5) | 24,6 | 3,1 | 0,9 | -4,0 | -9,6 | -7,2 | -9,2 | ... |
| Construcción | | | | | | | | |
| Consumo de cemento | -15,4 | -16,9 | -21,8 | -26,8 | -31,3 | -37,8 | -33,6 | -37,9 |
| Indicador de confianza en la construcción (3) | -29,7 | -55,4 | -58,6 | -53,6 | -50,4 | -52,2 | -64,5 | -56,7 |
| Viviendas (visados obra nueva) | -17,3 | -14,6 | -5,3 | -26,1 | -35,2 | -46,4 | ... | ... |
| Licitación oficial | -38,0 | -46,2 | -45,2 | -59,8 | -50,6 | -43,6 | ... | ... |
| Servicios | | | | | | | | |
| Ventas comercio minorista (6) | -1,0 | -5,4 | -4,2 | -6,5 | -4,9 | -6,3 | -1,5 | ... |
| Turistas extranjeros | 1,0 | 6,5 | 7,3 | 6,1 | 2,6 | 3,1 | 5,0 | ... |
| Ingresos turismo | 3,9 | 8,6 | 8,8 | 5,7 | 0,5 | -0,1 | ... | ... |
| Mercancías ferrocarril (t-km) | 6,4 | 2,0 | 7,7 | -9,8 | -12,6 | -7,6 | -7,8 | ... |
| Tráfico aéreo pasajeros | 2,9 | 6,0 | 6,2 | 1,5 | -5,4 | -4,0 | -3,0 | -3,5 |
| Consumo de gasóleo automoción | -1,2 | -3,7 | -3,1 | -5,6 | -4,5 | -5,8 | -5,7 | ... |

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

(2) Filtrado de diferencias del calendario laboral.

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

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

(5) En volumen.

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

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

La evolución del sector inmobiliario español: cuestión de matices

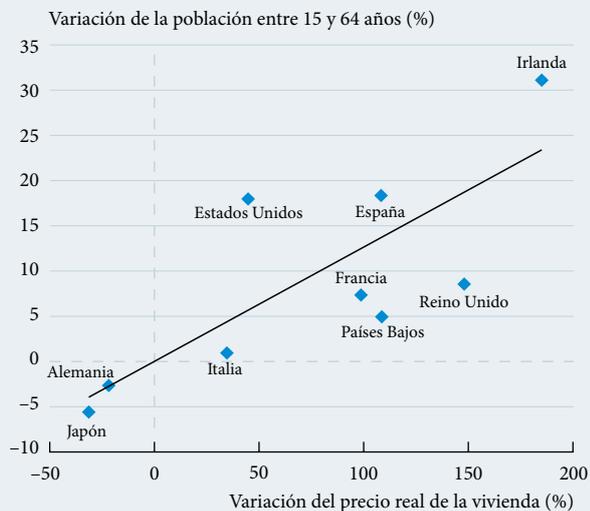
El proceso de ajuste del sector inmobiliario español está cerca de alcanzar el quinto año. El precio de la vivienda acumula un retroceso del 25% en términos nominales, y se sitúa a niveles de 2004. Una caída que si se tiene en cuenta el mayor coste de vida aumenta hasta el 32% real. También el ajuste de la actividad inmobiliaria está siendo mayúsculo. El número de viviendas iniciadas es actualmente una décima parte del de 2006, cuando alcanzó su máximo. Se trata de la mayor corrección del sector desde que se poseen estadísticas, y aun así las señales de que este proceso esté cerca de su fin parecen escasas. Sin embargo, un análisis detallado de los principales factores que lo impulsan, tanto de demanda como de oferta, así como de los principales cambios regulatorios que se producirán, ofrece matices de gran relevancia para el devenir del sector.

Empezando por la demanda, los principales factores que la mantienen débil son dos: las nuevas tendencias demográficas y la recaída de la economía en recesión. Durante el último ciclo expansivo, el aumento de la población fue excepcional y, como muestra el gráfico siguiente, favoreció el aumento del precio de la vivienda. La llegada de la generación del *baby boom* a la edad de emancipación también ayudó. Esta tendencia, sin embargo, ha cambiado totalmente de signo. Al progresivo envejecimiento de la población se le suma una emigración neta hacia el extranjero nada despreciable. Así, el colectivo entre 25 y 39 años, el más propenso a la adquisición de una vivienda, se redujo en 281.463 personas durante los nueve primeros meses de 2012. Según las previsiones del Instituto Nacional de Estadística (INE) esta evolución se mantendrá entre 2012 y 2014 y, de hecho, el descenso acumulado podría superar el millón de habitantes.

Los matices relativamente más esperanzadores los encontramos en la mejora que se ha producido en la accesibilidad a la vivienda. Es cierto que la recaída de la actividad económica durante los últimos trimestres no ayuda. Pero la corrección de los precios de la vivienda ha sido superior al descenso de la renta disponible de los hogares, lo que

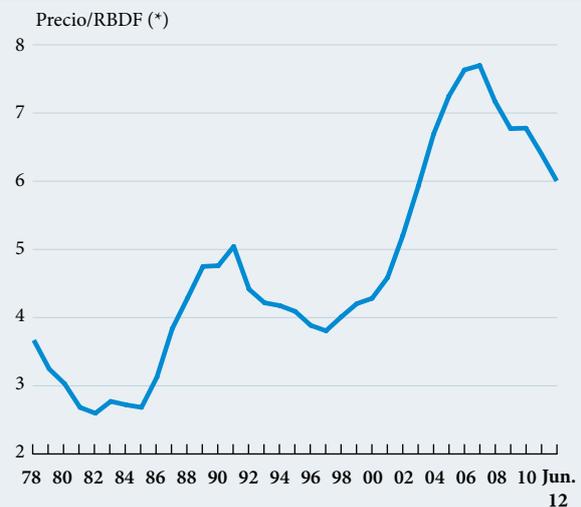
LOS FACTORES DE DEMANDA SEGUIRÁN PRESIONANDO LOS PRECIOS DE LA VIVIENDA A LA BAJA

Relación entre la variación de la población y la del precio de la vivienda durante la última fase expansiva (*)



NOTA: (*) ALE, JAP, P.B.: 1995-2008; R.U., IRL: 1995-2007; USA: 1995-2006; ESP: 1996-2007; FRA, ITA: 1997-2007.
FUENTES: ONU, Thomson Reuters Datastream y elaboración propia.

Accesibilidad a la vivienda



NOTA: (*) Renta bruta disponible de las familias.
FUENTES: Banco de España, INE, Ministerio de Fomento y elaboración propia.

ha permitido que la ratio de accesibilidad del hogar medio a una vivienda –calculada como el precio de la vivienda en relación con la renta bruta disponible del hogar– haya mejorado considerablemente. De los 7,7 años de renta necesarios para cubrir el coste de una vivienda a los que se situaba en 2007 se ha pasado a 6,0.

La corrección ha sido, sin lugar a dudas, muy importante, pero como se puede observar en el gráfico anterior, el esfuerzo para la adquisición de una vivienda sigue siendo relativamente elevado en comparación con los datos históricos. La estabilización de los precios alrededor de 5,4 veces la renta bruta de los hogares situaría la caída acumulada del precio de la vivienda en el 33,4%, lo que implicaría una reducción adicional del precio del 10,6%. Esta contracción tendría en cuenta el aumento de la renta de las familias a medio plazo. Además, tanto la reducción de los tipos de interés como la mayor duración de los préstamos hipotecarios observados durante los últimos quince años permiten mantener una ratio de esfuerzo más elevada que el nivel sobre el que fluctuaba entre 1995 y 2001.⁽¹⁾ En ese periodo, el precio de la vivienda equivalía aproximadamente a 4 años de la renta bruta de los hogares. Para volver a ese nivel, y manteniendo constante la renta familiar, el ajuste adicional necesario sería del 31,7%. En este caso, la caída acumulada del precio de la vivienda alcanzaría el 50%.

El análisis detallado de la oferta también ofrece matices importantes. Según el Ministerio de Fomento, el *stock* de viviendas terminadas no vendidas en diciembre de 2011 era de 676.038 unidades. Una cifra que equivale, aproximadamente, a seis veces las transacciones acumuladas entre julio de 2011 y junio de 2012. El exceso de oferta, como es bien sabido, es notable. La particularidad, en este caso, responde a su distribución en el territorio, que dista de ser homogénea. Así, aquellas provincias costeras con un elevado peso del sector turístico presentaban, en 2011, un *stock* promedio equivalente a 11,0 años de sus transacciones anuales, una cifra que además ha crecido

EL EXCESO DE OFERTA ES HETEROGÉNEO ENTRE REGIONES



NOTA: (*) Stock de viviendas por vender / transacciones del último año.

FUENTES: Ministerio de Fomento y elaboración propia.

(1) Otro factor que podría provocar este aumento del nivel de equilibrio sería una disminución de la superficie media de las viviendas, ya que el índice de accesibilidad la mantiene constante a lo largo del tiempo, concretamente en 93,75 m².

durante los últimos años (véase gráfico anterior). En cambio, en el resto de provincias, el tiempo de vaciado del *stock* era significativamente menor, concretamente de 4,8 años. Estos registros se sitúan claramente por encima de los históricos, tradicionalmente por debajo de un año de compraventas anuales. Por lo tanto, aún quedan unos años de ajuste. Sin embargo, dadas las importantes diferencias regionales, la recuperación en algunas zonas empezará antes de que el conjunto del sector haya vaciado el exceso de oferta. Afortunadamente, estas son las zonas donde se concentra la mayor parte de la actividad inmobiliaria.

El tercer, y último, factor clave en la evolución del sector inmobiliario hace referencia a los cambios regulatorios introducidos a lo largo de 2012. Estos son: la creación de una sociedad gestora de activos inmobiliarios problemáticos traspasados por las entidades bancarias rescatadas (comentado en el recuadro de la página 69), el fin de la desgravación fiscal por la compra de vivienda y la nueva ley del alquiler. Por lo que respecta a los dos últimos aspectos, esperamos que propicien un impulso al mercado del alquiler español, cuya importancia actual es relativamente reducida.⁽²⁾ En efecto, a finales de 2011, el porcentaje de hogares españoles en régimen de alquiler era del 17,3%, una cifra 12 puntos porcentuales inferior a la media europea. Parte de esta diferencia se explica por los incentivos existentes a la compra apalancada de vivienda, concretamente, la desgravación fiscal del 15% del pago hipotecario anual. Siguiendo con las recomendaciones de la Comisión Europea, el Gobierno eliminará esta medida a partir del 1 de enero de 2013, lo que reducirá la demanda de vivienda en propiedad en favor de la de alquiler, un factor adicional que presionará a la baja el precio de la vivienda.

En definitiva, los procesos de ajuste de la demanda y la oferta inmobiliaria no son para nada triviales, especialmente en un mercado tan heterogéneo y fragmentado como el de la vivienda que, además, está sujeto a importantes cambios regulatorios. Sin embargo, un análisis detallado revela que el ajuste del sector está ya más cerca del final del túnel que del principio y, de hecho, algunas zonas empezarán a ver la luz más pronto. El ajuste pendiente es todavía considerable, pero parece que el sector inmobiliario está ya más cerca del suelo.

(2) Para más información véase Ortega *et al.*, *House purchase versus rental in Spain's rental in Spain*. Banco de España (2011).

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

Mercado de trabajo

El mercado de trabajo sigue decaído

El bajo nivel de actividad económica afecta profundamente al mercado de trabajo. En efecto, los datos del mes de septiembre muestran que el ritmo de caída del empleo volvió a acelerarse y los indicadores avanzados tampoco apuntan a que la coyuntura laboral mejore en los próximos meses.

Así pues, según los registros de septiembre, el número de afiliados a la Seguridad Social descendió en 86.174 personas, el mayor retroceso en este mes de los últimos tres años. De este modo, la tasa de caída de la ocupación volvió a intensificarse, en una décima, hasta el 3,6% interanual. En el conjunto del tercer trimestre de este año, se ha mantenido la tendencia a la baja del total de afiliados. Ello se refleja en el empeoramiento en cuatro décimas porcen-

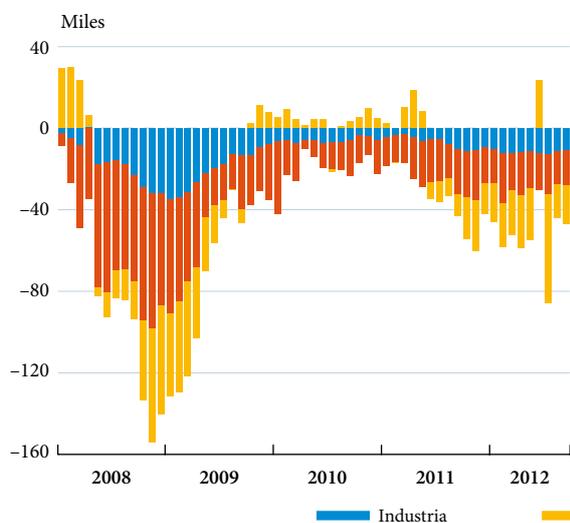
tuales, hasta el -3,9%, de la variación trimestral anualizada de los datos corregidos de efectos estacionales.

Durante el cuarto trimestre, las perspectivas son de que la situación del mercado de trabajo siga agravándose. Aunque parte de ello se debe al fin de la estacionalidad favorable de algunos de los meses que componen el segundo y tercer trimestre del año, la trayectoria de la ocupación en el sector servicios parece corroborar esta trayectoria negativa. Así, el gráfico siguiente muestra que en el mes de septiembre el empleo en este grupo, que contiene el mayor número de ocupados, cayó sustancialmente, empeorando una décima su tasa de descenso hasta el 1,9% interanual. Ello fue así incluso una vez corregida la serie de efectos estacionales y, por tanto, no toda la destrucción del empleo en este sector fue

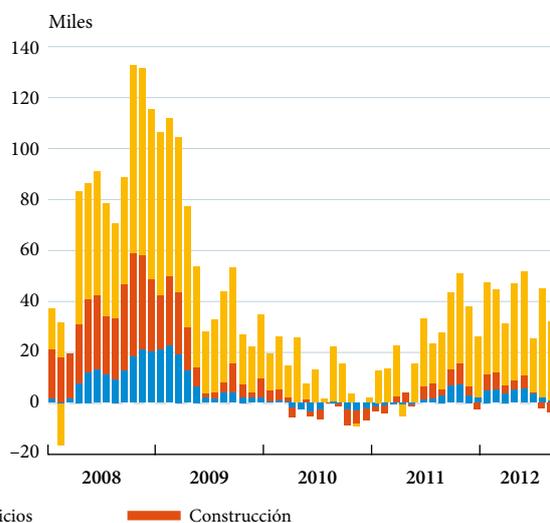
El ritmo de descenso del total de afiliados se acentúa hasta el 3,6% interanual.

SIGUE LA DESTRUCCIÓN DEL EMPLEO 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.

Los indicadores adelantados anticipan nuevas pérdidas de empleo.

resultado de las dinámicas propias del periodo.

Otro ejemplo de que el mercado de trabajo probablemente acentuará su deterioro se pone de manifiesto con los datos de empleo en el sector industrial, que volvieron a caer en el mes de septiembre. De este modo, se aceleró en una décima la velocidad de caída de la ocupación en este sector, situándose en el 6,0% interanual. Paralelamente, el proceso de ajuste del empleo en la construcción continuó como consecuencia del mal comportamiento de la actividad en este sector. Así, el indicador de confianza en la construcción se situó en septiembre en los 57 puntos negativos, más de quince por debajo del promedio de los últimos cuatro años. La situación de empeoramiento de la coyuntura laboral también se hace palpable en los resultados de las encuestas de septiembre de la Comi-

sión Europea sobre la intención de contratar trabajadores en los próximos tres meses. Estos apuntan a una nueva contracción del empleo, especialmente fuerte en el sector de los servicios, cuyo índice retrocedió 12 puntos y se situó en -12,6, un nivel negativo que solo fue superado en febrero de 2009.

Por su parte, los registros laborales referentes al paro mostraron en septiembre un aumento de 79.645 personas, de forma que el Servicio Público de Empleo contabilizó 4.705.279 desempleados, un 11,3% más que el mismo mes de 2011. Con todo, el ritmo de escalada del paro retrocedió este mes siete décimas, en contra de lo que cabría esperar con la aceleración de la destrucción de empleo. Ello podría en parte reflejar el desánimo de muchos demandantes de trabajo que, ante las escasas posibilidades de encontrar vacantes, han

El incremento del paro registrado se sitúa en el 11,3% interanual.

INDICADORES DE EMPLEO

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

| | 2010 | 2011 | 2011 | | 2012 | | | | |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| | | | III | IV | I | II | Julio | Agosto | Septiembre |
| Afiliados a la Seguridad Social (1) | | | | | | | | | |
| Sector de actividad | | | | | | | | | |
| <i>Industria</i> | -4,8 | -2,7 | -2,4 | -3,3 | -4,2 | -5,2 | -5,8 | -5,9 | -6,0 |
| <i>Construcción</i> | -13,4 | -12,2 | -13,0 | -14,9 | -16,4 | -17,3 | -17,6 | -17,8 | -17,6 |
| <i>Servicios</i> | 0,0 | 0,2 | 0,3 | -0,3 | -0,9 | -1,6 | -1,8 | -1,8 | -1,9 |
| Situación profesional | | | | | | | | | |
| <i>Asalariados</i> | -1,8 | -1,4 | -1,3 | -2,1 | -2,9 | -3,7 | -3,9 | -3,9 | -4,0 |
| <i>No asalariados</i> | -2,8 | -1,2 | -1,0 | -1,0 | -1,3 | -1,3 | -1,3 | -1,4 | -1,5 |
| Total | -2,0 | -1,3 | -1,2 | -1,9 | -2,6 | -3,2 | -3,4 | -3,5 | -3,6 |
| Población ocupada (2) | -2,8 | -1,1 | -1,1 | -1,0 | ... | ... | - | - | - |
| Puestos de trabajo (3) | -2,5 | -1,7 | -1,6 | -2,9 | -3,6 | -4,6 | - | - | - |
| Contratos registrados (4) | | | | | | | | | |
| Indefinidos | -6,4 | -9,6 | -8,4 | -22,8 | -19,3 | -5,7 | 1,4 | -6,5 | -6,4 |
| Temporales | 3,8 | 1,0 | 0,9 | -1,2 | -6,7 | -4,8 | 0,2 | -3,5 | -11,3 |
| Total | 2,8 | 0,1 | 0,2 | -3,0 | -7,8 | -4,8 | 0,2 | -3,7 | -10,9 |

NOTAS: (1) Datos medios mensuales.

(2) Estimación de la encuesta de población activa.

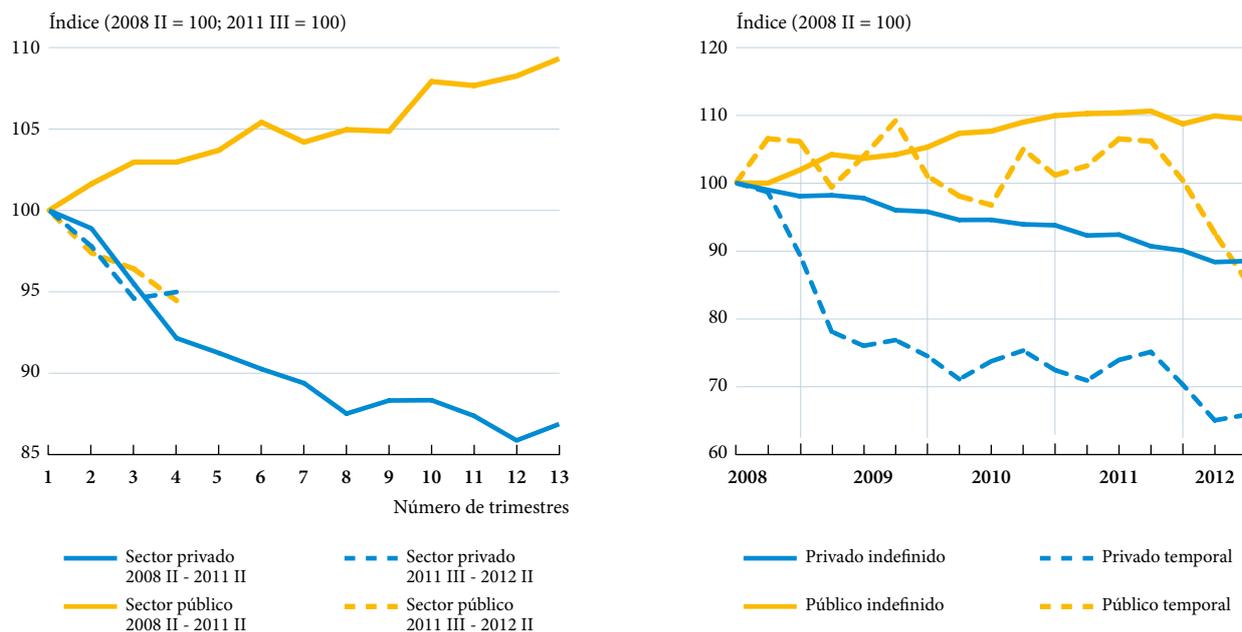
(3) Equivalentes a tiempo completo. Estimación de la contabilidad nacional; datos corregidos de estacionalidad y calendario.

(4) En el Servicio Público de Empleo Estatal.

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

EL AJUSTE EN EL NÚMERO DE TRABAJADORES DEL SECTOR PÚBLICO LLEGA CON LAS POLÍTICAS DE AJUSTE FISCAL Y SE CONCENTRA ENTRE LOS TRABAJADORES TEMPORALES

Evolución de la ocupación por naturaleza del empleador



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

postergado su inscripción como parados. En este caso, el menor aumento del paro sería consecuencia de la disminución de la oferta de trabajo, o población activa, y no de que se haya generado más ocupación.

A diferencia del periodo recesivo 2008-2009 en el que la pérdida de la ocupación se concentró en el sector privado, desde la recaída iniciada en 2011 el ajuste laboral llegó también al sector público. Este es un aspecto importante que se puede observar con los datos de la encuesta de la población activa. En este contexto, cabe recordar que el conjunto de esta crisis se caracteriza por una primera fase contractiva de seis trimestres relativamente más fuerte, entre el tercer trimestre de 2008 y el cuarto trimestre de 2009, con una tasa de caída del PIB promedio del $-0,8\%$ intertrimestral, en las que se impulsaron políticas de estímulo de la demanda interna. A este periodo se sumaron seis trimestres de crecimiento muy débil desde el primer trimes-

tre de 2010 hasta el segundo trimestre de 2011 tras los cuales llegó la recaída de la actividad económica, que coexistió con políticas de reducción de gasto público.

Así pues, los datos muestran que el total de asalariados en el sector público creció significativamente durante la primera fase de la recesión y no empezó a contraerse hasta que llegó la recaída. Ello contrasta con la evolución del empleo en el sector privado, que perdió puestos de trabajo desde el inicio de la recesión. Esto es, entre el segundo trimestre de 2008 y el tercer trimestre de 2011, los asalariados en el sector público crecieron un $9,5\%$ mientras que en el sector privado descendieron un $5,6\%$. Por el contrario, desde la recaída, las tasas de contracción de los asalariados han sido del $5,6\%$ y del $2,1\%$ para el sector público y privado, respectivamente. En el conjunto de las dos crisis, el peso del sector privado con respecto al total retrocedió del $82,5\%$ a $78,9\%$.

Los asalariados en el sector público se contraen un $5,6\%$ desde su pico en el tercer trimestre de 2011.

PARO REGISTRADO POR SECTORES, SEXO Y EDADES

Septiembre 2012

| | Parados | Variación sobre diciembre 2011 | | Variación sobre el mismo periodo del año anterior | | % participación |
|---------------------|------------------|--------------------------------|------------|---|-------------|-----------------|
| | | Absoluta | % | Absoluta | % | |
| Por sectores | | | | | | |
| Agricultura | 160.790 | 14.829 | 10,2 | 23.398 | 17,0 | 3,4 |
| Industria | 526.703 | 17.233 | 3,4 | 42.228 | 8,7 | 11,2 |
| Construcción | 757.488 | -18.440 | -2,4 | 25.051 | 3,4 | 16,1 |
| Servicios | 2.882.154 | 269.625 | 10,3 | 391.382 | 15,7 | 61,3 |
| Primer empleo | 378.184 | -287 | -0,1 | -3.484 | -0,9 | 8,0 |
| Por sexos | | | | | | |
| Hombres | 2.323.688 | 113.950 | 5,2 | 252.178 | 12,2 | 49,4 |
| Mujeres | 2.381.591 | 168.970 | 7,6 | 226.357 | 10,5 | 50,6 |
| Por edades | | | | | | |
| Menores de 25 años | 466.783 | 6.222 | 1,4 | 10.237 | 2,2 | 9,9 |
| Resto de edades | 4.238.496 | 276.698 | 7,0 | 468.298 | 12,4 | 90,1 |
| TOTAL | 4.705.279 | 282.920 | 6,4 | 478.535 | 11,3 | 100,0 |

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

Precios

La subida del IVA repercute en la inflación

Finalmente, se confirmó el repunte en la tasa interanual del índice de precios de consumo (IPC) debido, fundamentalmente, al incremento del impuesto sobre el valor añadido (IVA). El IPC en septiembre aumentó un 1% intermensual, mientras que la variación interanual aumentó siete décimas con respecto al registro anterior del mes de agosto hasta el 3,4%. Esto representa el nivel más alto desde mayo de 2011. Igualmente, la inflación subyacente, excluidos los componentes de alimentos frescos y la energía, aumentó siete décimas para presentar un crecimiento interanual del 2,1%.

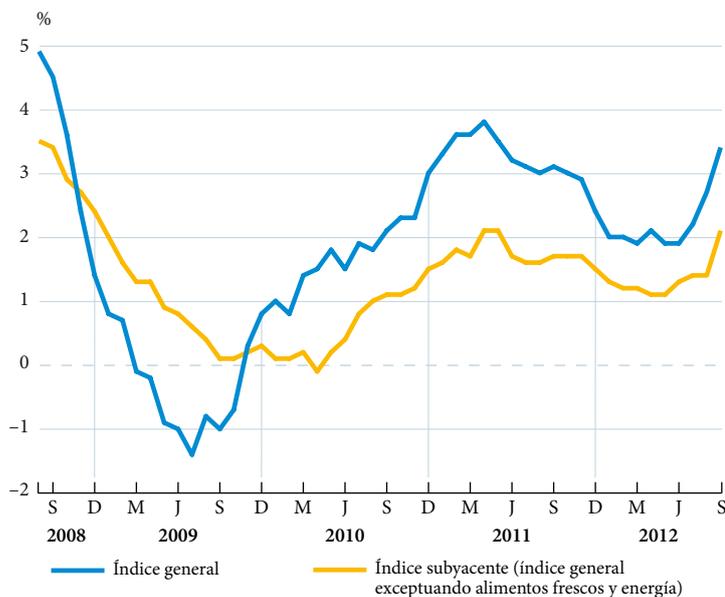
Dentro de los grupos con mayor repercusión mensual positiva en el índice general, merece destacar el vestido y calzado con un incremento mensual del 4,1% y una repercusión positiva de tres décimas en el IPC general. El incremento refleja el comportamiento de los precios tras la finalización del periodo de rebajas y el inicio de la temporada de invierno. También aportó tres décimas al aumento del IPC el grupo de transporte debido, principalmente, al apartado de carburantes y lubricantes, que sigue repercutiendo los elevados precios del petróleo.

Respecto al grupo de vivienda, que presentó un crecimiento intermensual del 1,3%, este aportó dos décimas al aumento

El incremento del IVA hace repuntar la inflación.

LA SUBIDA DEL IVA PROVOCA UN INCREMENTO EN LA INFLACIÓN

Variación interanual del IPC



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística (INE).

Tan solo hoteles, cafés y restaurantes y el epígrafe de ocio y cultura presentan bajadas de precios.

del IPC general. En este caso, fue debido al aumento de los precios de la electricidad, el gas, la distribución de agua y el gasóleo para calefacción.

El aumento de los precios de los medicamentos y otros productos farmacéuticos sigue presionando el epígrafe de medicina, que presentó un aumento mensual del 4%, con lo que la variación interanual sigue alrededor de un 10%, y sumó una décima al IPC general. La misma aportación que hizo el grupo de comunicaciones, que cre-

ce a una tasa del 2,5% intermensual, debido al incremento del precio de los servicios telefónicos.

Estas subidas fueron parcialmente contrarrestadas por la caída de los precios en dos clases de gastos. El primero fue el de hoteles, cafés y restaurantes, cuya variación mensual del -0,9% se debe a la bajada de precios en hoteles por la finalización del periodo vacacional. El segundo grupo fue ocio y cultura con una caída intermensual del 1,1% y debido, principalmente, a la ba-

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO POR GRUPOS DE COMPONENTES

Septiembre 2012

| | Índices (*) | % variación mensual | | % variación s/diciembre anterior | | % variación anual | |
|--|--------------|---------------------|------------|----------------------------------|------------|-------------------|------------|
| | | 2011 | 2012 | 2011 | 2012 | 2011 | 2012 |
| Por clases de gasto | | | | | | | |
| Alimentos y bebidas no alcohólicas | 102,8 | 0,2 | 0,5 | 1,5 | 1,7 | 2,3 | 2,3 |
| Bebidas alcohólicas y tabaco | 107,5 | 3,5 | 0,3 | 3,0 | 5,3 | 9,3 | 6,5 |
| Vestido y calzado | 95,6 | 3,9 | 4,1 | -12,1 | -12,2 | -0,1 | 0,2 |
| Vivienda | 107,8 | 0,1 | 1,3 | 5,1 | 6,5 | 7,2 | 7,2 |
| Menaje | 100,9 | 0,3 | 0,8 | 0,1 | -0,1 | 1,0 | 0,9 |
| Medicina | 110,6 | 0,1 | 4,0 | -0,5 | 13,1 | -1,1 | 10,5 |
| Transporte | 108,0 | 0,6 | 1,6 | 4,8 | 7,1 | 7,9 | 7,2 |
| Comunicaciones | 97,4 | 0,1 | 2,5 | -1,0 | -1,6 | -1,2 | -2,3 |
| Ocio y cultura | 101,7 | -2,4 | -1,1 | 0,5 | 0,4 | 0,0 | 1,2 |
| Enseñanza | 103,0 | 0,6 | 0,9 | 0,7 | 1,0 | 2,3 | 3,1 |
| Hoteles, cafés y restaurantes | 101,4 | -1,1 | -0,9 | 1,7 | 1,4 | 1,4 | 0,9 |
| Otros | 102,9 | 0,1 | 0,9 | 2,2 | 2,2 | 2,8 | 2,6 |
| Agrupaciones | | | | | | | |
| Alimentos con elaboración | 103,6 | 0,8 | 0,5 | 2,4 | 2,1 | 4,1 | 2,9 |
| Alimentos sin elaboración | 103,2 | 0,3 | 0,4 | 0,3 | 2,4 | 1,3 | 2,8 |
| Conjunto no alimentario | 103,5 | 0,1 | 1,1 | 0,8 | 2,0 | 3,1 | 3,6 |
| Bienes industriales | 104,8 | 1,0 | 2,3 | 0,1 | 2,4 | 4,6 | 5,4 |
| <i>Productos energéticos</i> | 114,6 | 0,8 | 2,1 | 9,9 | 13,0 | 15,9 | 13,4 |
| <i>Carburantes y combustibles</i> | 114,3 | 1,1 | 2,0 | 10,1 | 12,4 | 16,4 | 12,9 |
| <i>Bienes industriales sin productos energéticos</i> | 100,8 | 1,1 | 2,4 | -3,6 | -1,9 | 0,4 | 2,0 |
| Servicios | 102,2 | -0,7 | 0,0 | 1,6 | 1,6 | 1,6 | 1,8 |
| Inflación subyacente (**) | 102,0 | 0,2 | 0,9 | 0,0 | 0,5 | 1,7 | 2,1 |
| ÍNDICE GENERAL | 103,5 | 0,2 | 1,0 | 1,0 | 2,1 | 3,1 | 3,4 |

NOTAS: (*) Base 2011 = 100.

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

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

jada en precios del viaje organizado, habitual durante esta época del año. En ambos casos, tuvieron un impacto de reducción de una décima en el IPC general de septiembre.

A pesar de estos descensos, el resultado de la subida del IPC en el mes de septiembre es consecuencia de la subida generalizada de los precios en la mayoría de grupos. Y esto se produce por la repercusión en los precios finales del aumento del IVA experimentado a partir del uno de septiembre. En un contexto de débil tono de la actividad económica, algunos sectores económicos han decidido transmitir parte de la subida del IVA a los precios de los bienes y servicios finales.

¿Cuál sería el incremento del nivel de precios corregido por el efecto impositivo? Es evidente que en un entorno de gran debilidad de la capacidad de gasto de las familias, las empresas deben asumir parte de los incrementos impositivos. En relación con esta cuestión, el Instituto Nacional de Estadística (INE) publica un Índice de Precios de Consumo a Impuestos Cons-

tantes (IPC-IC). Tal y como indica el propio INE, este índice tiene como objetivo descontar de la variación de precios la parte que se pueda deber a las modificaciones en los impuestos que gravan el consumo.

Este nuevo índice coincidirá con el IPC general excepto en los casos en los que haya cambios en los impuestos que inciden en su cálculo. Entre ellos: el IVA, los impuestos sobre combustibles, los impuestos del tabaco, el impuesto de matriculación de vehículos y los impuestos sobre primas de seguros.

El IPC-IC del mes de septiembre en España fue de un 1,4% interanual. Es decir, neutralizado el efecto de los impuestos, la tasa de variación de la inflación es inferior al IPC general. Evidentemente, este cálculo no tiene en cuenta el efecto de la variación de los márgenes empresariales. Sin embargo, es una buena aproximación de la variación de precios en España si no se repercutieran incrementos de diferentes impuestos y tasas a los precios de los bienes y servicios que componen la cesta del consumo familiar.

El IPC general corregido a impuestos constantes presenta una variación interanual del 1,4%.

Las empresas no han repercutido toda la subida del IVA en los precios finales.

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 | -0,2 | 0,7 | 1,9 |
| Julio | -0,5 | 0,7 | 3,1 | -0,2 | 0,5 | 2,2 |
| Agosto | 0,1 | 0,8 | 3,0 | 0,6 | 1,1 | 2,7 |
| Septiembre | 0,2 | 1,0 | 3,1 | 1,0 | 2,1 | 3,4 |
| 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.

Mantenemos la previsión del IPC para el conjunto del año en el 2,5%.

En otras palabras, las subidas experimentadas por el IPC en España no son un reflejo de la evolución general de precios en un contexto de debilidad económica, sino que está afectado por una serie de decisiones administrativas, que alteran al alza el nivel de precios al cual se cruzan las ofertas y demandas en los diferentes mercados.

¿Se ha repercutido toda la subida del IVA a los consumidores? La variación intermensual del IPC-IC del mes de septiembre ha sido del -0,9%, esto, normalmente, indica que no todo el aumento de impuestos se ha

trasladado al consumidor final. Por lo que durante el mes de septiembre, una parte de la variación del aumento del IVA la han absorbido las propias empresas contra sus márgenes.

El mes pasado, ya tuvimos en cuenta este incremento del IVA a la hora de ajustar nuestras previsiones del IPC, por lo que mantenemos para el conjunto del año nuestra previsión de IPC en el 2,5%. Durante los últimos meses del año, los registros que presentará la tasa de variación interanual de inflación no deberían permanecer muy lejos del 3,5%.

Sector exterior

El sector exterior trae noticias positivas

Si revisáramos los informes de los últimos meses podríamos observar que el sector exterior es el único que ha aportado, periódicamente, noticias positivas a la coyuntura económica. Esta vez, dicha afirmación viene a ser, si cabe, aún más cierta. En efecto, el buen comportamiento del sector exterior durante el mes de julio situó el saldo corriente en niveles positivos por primera vez en catorce años, concretamente con un superávit de 499,6 millones de euros. El

buen comportamiento del saldo de bienes y de servicios explica esta mejora. Esperamos que esta contribución se mantenga y permita registrar nuevos superávits en lo que queda de año. Los datos disponibles del saldo comercial de agosto y el dinamismo de la entrada de turistas durante el tercer trimestre del año se alinean con esta previsión.

Por lo que respecta al déficit comercial de agosto, este se redujo un 36,1% respecto al mismo mes del año anterior. Esta mejora tuvo lugar en un contexto de repunte de

El saldo corriente registra, en julio, el primer superávit de los últimos 14 años.

COMERCIO EXTERIOR

Enero-agosto 2012

| | Importaciones | | | Exportaciones | | | Saldo | Tasa de cobertura (%) |
|-----------------------------------|-------------------|----------------------------|-----------------|-------------------|----------------------------|-----------------|-------------------|-----------------------|
| | Millones de euros | % variación anual en valor | % participación | Millones de euros | % variación anual en valor | % participación | Millones de euros | |
| Por grupos de productos | | | | | | | | |
| Energéticos | 42.124 | 15,2 | 24,8 | 9.897 | 14,1 | 6,8 | -32.227 | 23,5 |
| Bienes de consumo | 37.296 | -4,9 | 22,0 | 46.367 | 2,2 | 31,7 | 9.071 | 124,3 |
| <i>Alimenticios</i> | 10.423 | -0,4 | 6,1 | 18.648 | 10,8 | 12,8 | 8.225 | 178,9 |
| <i>No alimenticios</i> | 26.873 | -6,5 | 15,8 | 27.719 | -2,9 | 19,0 | 846 | 103,1 |
| Bienes de capital | 9.845 | -11,4 | 5,8 | 11.801 | -3,9 | 8,1 | 1.956 | 119,9 |
| Bienes intermedios no energéticos | 80.375 | -4,5 | 47,4 | 78.097 | 5,3 | 53,4 | -2.278 | 97,2 |
| Por áreas geográficas | | | | | | | | |
| Unión Europea | 84.464 | -5,4 | 49,8 | 92.086 | -0,6 | 63,0 | 7.622 | 109,0 |
| <i>Zona del euro</i> | 68.041 | -6,1 | 40,1 | 73.084 | -1,1 | 50,0 | 5.042 | 107,4 |
| Otros países | 85.177 | 4,1 | 50,2 | 54.076 | 13,1 | 37,0 | -31.101 | 63,5 |
| <i>Rusia</i> | 5.432 | -12,0 | 3,2 | 1.920 | 18,3 | 1,3 | -3.512 | 35,4 |
| <i>EE. UU.</i> | 6.512 | -6,7 | 3,8 | 5.896 | 7,3 | 4,0 | -616 | 90,5 |
| <i>Japón</i> | 1.981 | -7,5 | 1,2 | 1.408 | 22,4 | 1,0 | -574 | 71,0 |
| <i>América Latina</i> | 14.900 | 35,8 | 8,8 | 9.323 | 14,8 | 6,4 | -5.577 | 62,6 |
| <i>OPEP</i> | 21.584 | 19,0 | 12,7 | 7.031 | 28,7 | 4,8 | -14.553 | 32,6 |
| <i>Resto</i> | 34.768 | -7,0 | 20,5 | 28.498 | 9,7 | 19,5 | -6.270 | 82,0 |
| TOTAL | 169.641 | -0,8 | 100,0 | 146.161 | 4,1 | 100,0 | -23.479 | 86,2 |

FUENTES: Ministerio de Economía y elaboración propia.

Las exportaciones fuera de la zona del euro aumentan un 14,5% interanual.

las exportaciones que, tras mantenerse prácticamente estancadas en abril, aumentaron gradualmente su ritmo de crecimiento hasta el 7,4% interanual.

El desglose de las exportaciones por áreas geográficas muestra diferencias significativas entre las ventas de productos españoles dentro y fuera de la zona del euro (véase gráfico de la izquierda). Así, las exportaciones con destino a la zona del euro se redujeron un 0,2% interanual en agosto frente el incremento del 14,5% registrado en las dirigidas fuera de la Unión Monetaria durante el mismo periodo. De hecho, este mayor dinamismo de la demanda de los países de fuera de la zona del euro no es un fenómeno nuevo. Como se observa en el gráfico de la derecha, el peso de las exportaciones fuera de la zona del euro sobre el total ha ido aumentando desde el año 2005 de forma prácticamente ininterrumpida y ya se sitúa cerca del 50%. Esta tendencia responde a la mayor debilidad de la demanda europea durante los últimos años y a la estrategia de apertura de los sectores exportadores hacia nuevos mercados.

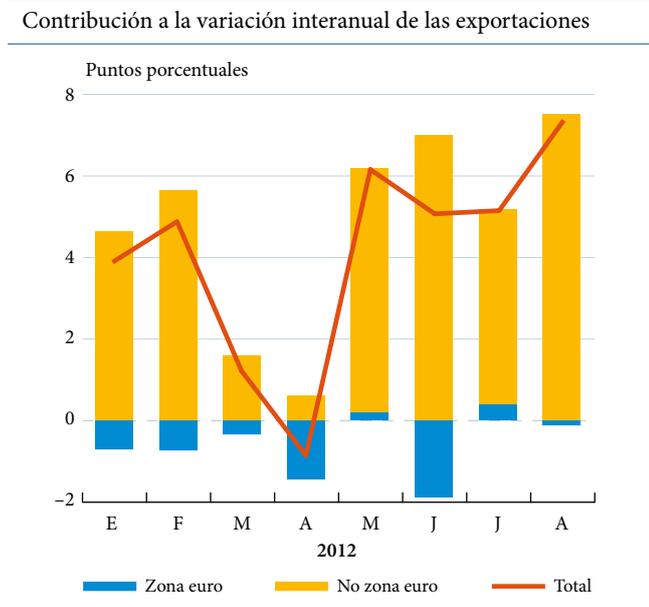
Pero, además, la corrección del déficit comercial también se vio impulsada por la caída de las importaciones, del 3,1% interanual en agosto. Especialmente significativa fue la reducción del componente no energético en agosto, del 11,8% respecto al mismo mes de 2011. Sin duda, la debilidad de la demanda doméstica de finales de este año e inicios del próximo mantendrá esta tendencia.

Otro factor que está favoreciendo el ajuste del desequilibrio exterior durante este tercer trimestre es el turismo. La entrada de visitantes extranjeros en el tercer trimestre de 2012, de 21,8 millones, representó un nuevo máximo histórico. En caso de mantenerse el ritmo de crecimiento de la entrada de turistas durante los últimos meses del año, el número acumulado en el conjunto de 2012 se acercaría a los 58,5 millones, convirtiéndose en el segundo mejor año desde que se poseen datos.

Los buenos registros de la balanza de bienes y servicios nos permiten ser relativamente optimistas acerca de la corrección

El turismo extranjero alcanza un máximo histórico en las llegadas del tercer trimestre.

LAS VENTAS FUERA DE LA ZONA DEL EURO DINAMIZAN LAS EXPORTACIONES ESPAÑOLAS



FUENTE: Aduanas.

del saldo corriente. Entre enero y julio se ha producido un ajuste de 7 décimas. Este ritmo podría verse acelerado durante los próximos meses. Ello haría que la previsión del déficit corriente para el conjunto de 2012, del 2,6% del producto interior bruto (PIB), tenga que ser revisada ligeramente a la baja.

En este contexto de reducción de las necesidades de financiación, esperamos que la posición deudora neta de la economía española frente al resto del mundo disminuya. Esta variable, que representa el stock de pasivos menos los activos con el exterior alcanzó un máximo en 2009 del 93,7% del PIB del país. Desde entonces, los menores

déficits corrientes registrados y el impacto positivo de los efectos de valoración (que recogen, entre otras, la variación del precio de los instrumentos de activo y pasivo y del tipo de cambio), han permitido rebajar la posición deudora en 3,1 puntos porcentuales hasta finales de junio de 2012. Destaca, sin embargo, el cambio en los instrumentos de financiación del exterior. Así, la posición deudora del Banco de España aumentó considerablemente debido al elevado recurso al Eurosistema. Una fuente de financiación que, durante el último año, ha substituido principalmente a la inversión en cartera y las inversiones a corto plazo.

La posición deudora neta con el resto del mundo se reduce hasta el 93,7% del PIB.

BALANZA DE PAGOS

Julio 2012

| | Acumulado año | | Doce últimos meses | | |
|--|----------------------------|-----------------|----------------------------|-----------------|--------------|
| | Saldo en millones de euros | % variac. anual | Saldo en millones de euros | Variación anual | |
| | | | | Absoluta | % |
| Balanza corriente | | | | | |
| Balanza comercial | -16.773 | -23,9 | -34.452 | 8.041 | -18,9 |
| Servicios | | | | | |
| <i>Turismo</i> | 17.459 | 1,8 | 30.910 | 1.756 | 6,0 |
| <i>Otros servicios</i> | 3.076 | 216,3 | 5.739 | 4.268 | 290,1 |
| Total | 20.535 | 13,3 | 36.649 | 6.024 | 19,7 |
| Rentas | -14.953 | -2,4 | -25.739 | -2.165 | 9,2 |
| Transferencias | -6.193 | -0,3 | -5.887 | 1.648 | -21,9 |
| Total | -17.383 | -31,7 | -29.429 | 13.548 | -31,5 |
| Cuenta de capital | 2.491 | -23,5 | 4.722 | -654 | -12,2 |
| Balanza financiera | | | | | |
| Inversiones directas | 7.381 | - | 12.053 | 23.893 | - |
| Inversiones de cartera | -83.353 | - | -106.278 | -145.130 | - |
| Otras inversiones | -159.403 | - | -232.233 | -290.583 | - |
| Total | -235.376 | - | -326.458 | -411.820 | - |
| Errores y omisiones | -5.402 | 305,6 | -7.821 | -7.409 | - |
| Variación de activos del Banco de España | 255.669 | - | 358.986 | 406.335 | - |

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

Sector público

El Gobierno presenta los presupuestos de 2013.

El sector público, más lejos del objetivo de déficit

Los retos a los que se enfrenta el Gobierno para diseñar los Presupuestos Generales del Estado de 2013 son significativos. Encontrar el equilibrio entre ajustar las cuentas públicas, una condición imprescindible para asegurar la sostenibilidad de la deuda pública, y ayudar, en la medida de lo posible, a que la economía española salga cuanto antes de la recesión en la que se encuentra inmersa no es una tarea sencilla.

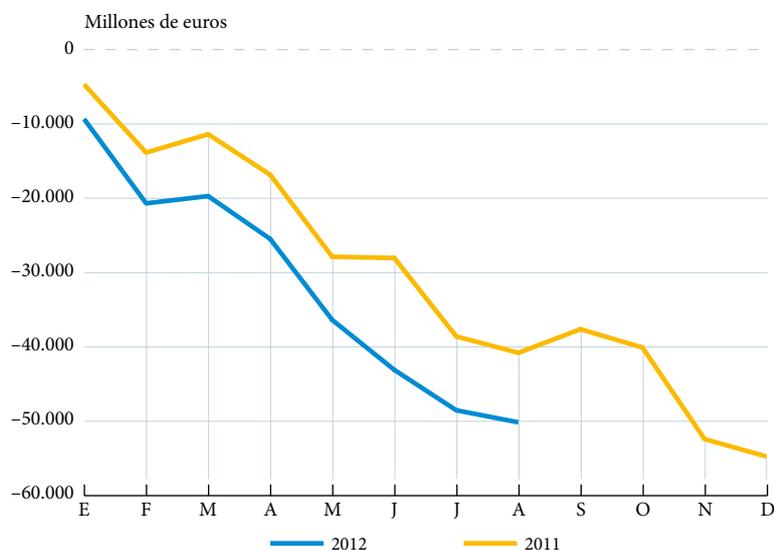
El entorno económico que ha rodeado la presentación de los presupuestos, además, no era muy favorable. El déficit público de 2011 ha sido revisado 4 décimas al alza, hasta el 9,4% del producto interior bruto (PIB), debido al reconocimiento de pérdidas por las ayudas al sector bancario. Ade-

más, la ejecución presupuestaria de las distintas administraciones públicas tampoco da demasiadas señales de mejora. La Administración Central del Estado acumulaba, entre enero y agosto, un déficit de 50.132 millones de euros, un 4,8% del PIB. Para poner esta cifra en contexto, dos referencias son importantes: el pasado año, en el mismo mes de agosto el déficit acumulado era del 3,8% del PIB. La evolución, por lo tanto, está siendo algo peor este año.

La otra referencia a tener presente es el objetivo de déficit del Estado para 2012: el 4,5% del PIB. El año pasado, entre septiembre y diciembre el déficit del Estado aumentó 1,3 puntos porcentuales del PIB y acabó situándose en el 5,1% del PIB. Este año es de esperar que el deterioro sea significativamente menor durante el último trimestre por el aumento de la recauda-

EL DÉFICIT DEL ESTADO NO SE CORRIGE

Déficit del Estado acumulado en lo que va de año (contabilidad nacional)



FUENTE: IGAE.

ción del impuesto sobre el valor añadido (IVA) y la eliminación de la paga extraordinaria de Navidad. Estas medidas, según estimaciones del Gobierno, reducirían el déficit en 0,7 puntos porcentuales del PIB. Ello, sin embargo, difícilmente bastará para alcanzar el objetivo de déficit.

Además, el Instituto Nacional de Estadística (INE) anunció el registro de 5.418 millones de pérdidas por las ayudas a la banca en el segundo trimestre de este año, 0,5% del PIB. Ello tendrá que ser contabilizado como déficit siguiendo las reglas contables europeas fijadas por Eurostat.

A este efecto deberán añadirse las probables desviaciones del déficit del Estado, de las comunidades autónomas y de la Seguridad Social (comentadas en anteriores ediciones del Informe Mensual) que nos lleva a revisar sustancialmente la previsión de déficit público para este año. Del 6,3% del PIB pasamos al 8,2% del PIB.

En este entorno, la expectativa por la presentación de los Presupuestos Generales del Estado era, por lo tanto, máxima. El primero de los aspectos clave para poder evaluarlos es el cuadro macroeconómico en el que se basan. De su cumplimiento depende, en buena medida, la consecución de las previsiones de reducción del gasto y aumento de los ingresos del año que viene. En este sentido, ha sorprendido la confianza en la evolución de la economía para el año próximo. Concretamente, el cuadro macroeconómico está basado en una caída del PIB del 0,5%. Ello contrasta con las previsiones del Fondo Monetario Internacional (FMI), que para 2013 sitúan el crecimiento del PIB en el -1,3%, o las del Consenso de Analistas, que son del -1,6%.

En cualquier caso, las medidas anunciadas son notables. Destacan el efecto que todavía tendrá la subida del IVA en la recaudación prevista para el año que viene, así como la subida de los impuestos especiales.

Por el lado de los gastos, tanto la reducción del gasto en sanidad y educación como del gasto en la ayuda a la dependencia serán notables. La corrección prevista de los gastos ministeriales, impulsada por la caída de las inversiones reales y las transferencias de capital, también es importante.

Según las estimaciones del Gobierno, el impacto de los ajustes anunciados ascenden a 25.000 millones de euros aproximadamente en 2013. Ello debería ser suficiente para compensar la menor capacidad recaudatoria por el deterioro económico y el aumento del gasto previsto por la subida del paro y el mayor pago de intereses, y llevar el déficit hasta el 3,8%, el objetivo fijado para el año que viene. Sin embargo, en los presupuestos se supone que el nivel de ingresos y gastos con los que se cerrará 2012 será suficiente para obtener un déficit del 3,5% en este año, lo que hace que de hecho el déficit no se reduciría, sino que aumentaría en 0,3 puntos porcentuales. Esto es así porque se toman como referencia los presupuestos de 2012, en los que el déficit de este año era del 3,5%. Un nivel que fue revisado posteriormente hasta el 4,5%.

Este entorno de incertidumbre, sin embargo, de momento no se ha trasladado a la prima de riesgo. Desde que el Banco Central Europeo (BCE) anunció la puesta en marcha de un programa por el cual podrá realizar compras de deuda pública de aquellos países que hayan aceptado la condicionalidad estricta y efectiva ligada a un préstamo del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), la prima de riesgo ha descendido de forma notable. De los 516 puntos en los que se situó, en promedio, el diferencial entre el bono alemán a diez años y el español en el mes de agosto, este se ha reducido hasta los 412 puntos en octubre. Ello ha sido aprovechado por el Tesoro para acelerar el ritmo de emisión de deuda. Sin embargo, la aún elevada volatilidad del mercado puede interrumpir esta calma.

El déficit del Estado alcanza el 4,8% del PIB en los primeros ocho meses de 2013.

La desviación de los objetivos eleva nuestra previsión de déficit hasta el 8,2% del PIB este año.

El Gobierno estima que el impacto de las medidas aprobadas ascenderá hasta los 25.000 millones de euros.

Ahorro y financiación

Sareb gestionará los activos bancarios problemáticos.

Se conocen más detalles sobre el «banco malo»

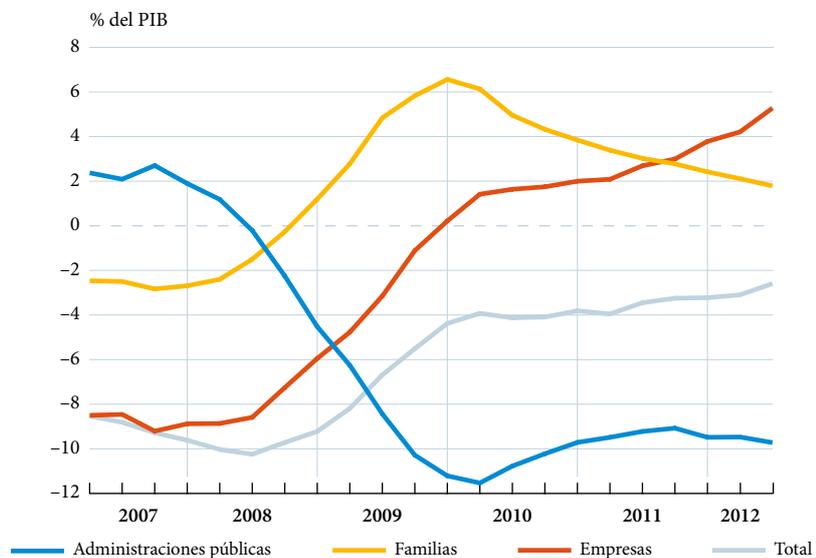
El pasado 8 de octubre entró en funcionamiento el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), el fondo de rescate europeo que contará con una capacidad de préstamo de hasta 500.000 millones de euros. La creación de este fondo permanente se erige como una pieza esencial en el proceso de construcción de una unión económica más integrada y resistente a *shocks*. Sin embargo, su entrada en funcionamiento ha suscitado ciertas discrepancias en el seno de la eurozona. Concretamente, un comunicado conjunto de los ministros de finanzas de Alemania, Países Bajos y Finlandia mostró su oposición a que el MEDE se encargue de recapitalizar directamente los

bancos cuyos problemas se hayan gestado anteriormente a la puesta en marcha del dispositivo común de supervisión bancaria. Consideran que los denominados *legacy assets* deben ser responsabilidad de los estados afectados, situación aplicable al caso de España.

Por su lado, el Gobierno español sigue cumpliendo con los compromisos adquiridos en el Memorando de Entendimiento para la reestructuración del sector bancario español. En particular, ha salido a consulta pública un borrador del real decreto que desarrolla el marco legal por el que se regirá la Sociedad de Gestión de Activos (SGA), o «banco malo», y que se aprobará el próximo 16 de noviembre. La sociedad se llamará Sareb (Sociedad de Gestión de

SE REDUCEN LAS NECESIDADES DE FINANCIACIÓN DE LA ECONOMÍA

Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de los sectores institucionales acumulada de los últimos cuatro trimestres



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS (1)

Agosto 2012

| | Saldo | Variación año actual | Variación 12 meses | % participación |
|--|-------------------|----------------------|--------------------|-----------------|
| | Millones de euros | Millones de euros | % (2) | |
| Sector privado | 2.054.156 | -72.100 | -3,6 | 71,9 |
| Empresas no financieras | 1.208.677 | -46.619 | -3,8 | 42,3 |
| <i>Préstamos de entidades residentes (3)</i> | 791.767 | -49.120 | -6,1 | 27,7 |
| <i>Valores distintos de acciones</i> | 68.567 | 3.570 | 8,6 | 2,4 |
| <i>Préstamos del exterior</i> | 348.342 | -1.069 | -0,4 | 12,2 |
| Hogares (4) | 845.479 | -25.481 | -3,2 | 29,6 |
| <i>Préstamos para la vivienda (3)</i> | 649.856 | -17.010 | -3,1 | 22,8 |
| <i>Otros (3)</i> | 192.813 | -8.253 | -3,7 | 6,8 |
| <i>Préstamos del exterior</i> | 2.810 | -218 | 5,2 | 0,1 |
| Administraciones públicas (5) | 801.522 | 65.281 | 13,7 | 28,1 |
| TOTAL | 2.855.678 | -6.820 | 0,9 | 100,0 |

NOTAS: (1) Residentes en España.

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

(3) Incluyen préstamos titulizados fuera del balance bancario.

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

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria) y tendrá un volumen máximo de activos alrededor de 90.000 millones de euros. El grueso de los activos transferidos provendrá del sector inmobiliario, como suelo o préstamos al promotor. También se empieza a definir una de las cuestiones más relevantes: el valor de transmisión de los activos, que lo fijará el Banco de España, y será igual al valor económico menos las pérdidas esperadas por la evolución desfavorable de los precios, menos los costes de gestión y administración. De todas formas, la determinación final del valor y los descuentos está aún por definir.

A pesar de los avances en el proceso de saneamiento de la banca española y en la construcción de una unión bancaria a nivel europeo, lo cierto es que los costes de financiación bancaria siguen elevados y el acceso al crédito sigue siendo restringido. La última información disponible correspondiente al mes de agosto muestra que el descenso de los tipos de interés de referencia, como el euríbor, no se está reflejando

completamente en los costes de financiación soportados por los hogares y empresas. Esto es así porque los diferenciales de tipo de interés han aumentado. Por ejemplo, los préstamos bancarios de menos de un millón de euros a sociedades no financieras de hasta un año tenían un tipo de interés medio del 4,56% en agosto de 2011. Dado que el tipo de interés de referencia del Banco Central Europeo era de 1,50%, el diferencial promedio se situaba alrededor de 3 puntos porcentuales. Un año después, en agosto de 2012, el tipo de interés promedio para estos préstamos es de 5,35% mientras que el tipo de referencia del BCE es de 0,75%. Esto implica un diferencial del 4,60 puntos porcentuales, sustancialmente por encima del año anterior.

La tasa de morosidad se situó en el 10,5% en el mes de agosto, alcanzando así un nuevo máximo histórico. Esta subida se explica tanto por un aumento en los créditos dudosos como por la caída del saldo vivo de créditos en el balance de las entidades de crédito. En efecto, la financiación al

La tasa de morosidad se sitúa en el 10,5% en el mes de agosto.

PASIVOS DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO FRENTE A EMPRESAS Y FAMILIAS

Agosto 2012

| | Saldo | Variación año actual | | Variación 12 meses | | % participación |
|-----------------------------|-------------------|----------------------|--------------|--------------------|--------------|-----------------|
| | Millones de euros | Millones de euros | % | Millones de euros | % | |
| A la vista | 261.148 | -8.563 | -3,2 | -1.856 | -0,7 | 20,5 |
| De ahorro | 201.384 | -1.565 | -0,8 | -1.376 | -0,7 | 15,8 |
| A plazo | 650.569 | -47.167 | -6,8 | -75.636 | -10,4 | 51,1 |
| En moneda extranjera | 16.494 | -1.225 | -6,9 | -1.863 | -10,1 | 1,3 |
| Total depósitos | 1.129.594 | -58.521 | -4,9 | -80.730 | -6,7 | 88,7 |
| Resto del pasivo (*) | 144.123 | -40.841 | -22,1 | -40.965 | -22,1 | 11,3 |
| TOTAL | 1.273.717 | -99.362 | -7,2 | -121.696 | -8,7 | 100,0 |

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

Las necesidades de financiación con el resto del mundo se reducen.

sector privado ha seguido mostrando una tendencia descendente, con una variación interanual del -3,6%. Los préstamos a las empresas no financieras experimentaron una contracción mayor, un 3,8%, que los préstamos a hogares, un 3,2%. Estos datos confirman que el proceso de desapalancamiento del sector privado sigue su curso. De hecho, estos sectores muestran, en términos agregados, una capacidad de financiación. Según las cuentas trimestrales de los sectores no institucionales, los hogares registraron en el segundo trimestre una capacidad de financiación de 9.832 millones de euros, equivalente a un 3,6% del PIB trimestral. Por su lado, las sociedades no financieras tuvieron una capacidad de financiación de 7.466 millones de euros en este periodo, lo que supone un 2,8% del PIB trimestral, ocho décimas superior a la registrada hace un año.

Un panorama muy distinto lo ofrecen las administraciones públicas, que siguen aumentando su endeudamiento de forma significativa. Así, en agosto el crecimiento interanual del crédito bancario al sector público fue del 13,7%. Los datos de las cuentas trimestrales de los sectores no

institucionales muestran que las administraciones públicas presentan en el segundo trimestre una necesidad de financiación de 29.670 millones de euros, o un 11,0% del PIB trimestral. Sin embargo, cabe señalar que el conjunto de la economía ha reducido de forma sustancial las necesidades de financiación frente al resto del mundo. En el segundo trimestre de 2012, estas fueron solamente de 855 millones de euros o un 0,3% del PIB trimestral. Este es un dato positivo que muestra la corrección de los desequilibrios acumulados durante la primera década de adopción del euro.

En resumen, para restituir el flujo de crédito a la economía real, es crucial que el proceso de reestructuración bancaria culmine con éxito en los próximos meses. En este sentido, la puesta en funcionamiento de la nueva sociedad de gestión de activos Sareb debería ayudar. A nivel europeo, es importante que impere una dinámica constructiva y se disipen las dudas sobre la posibilidad que los fondos de rescate europeos puedan o no recapitalizar la banca con carácter retroactivo.

Sareb: el banco malo entra en escena

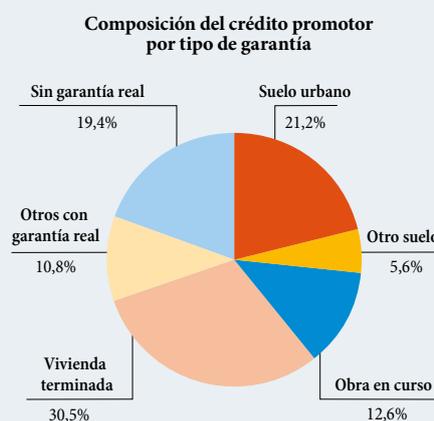
Uno de los principales compromisos asumidos por las autoridades españolas en el Memorando de Entendimiento sobre condiciones de política sectorial financiera suscrito en julio pasado es la creación de una sociedad gestora de activos, a la que deberán traspasarse los activos problemáticos de las entidades que reciban inyecciones de capital público. El real decreto ley 24/2012, de 31 de agosto, de reestructuración y resolución de entidades de crédito, creó el marco regulatorio por el que se regirá esta sociedad. Recientemente, el Gobierno ha publicado para consulta pública un borrador del real decreto que desarrollará este marco y por el que se constituirá la Sociedad de Gestión de Activos para la Reestructuración Bancaria (Sareb). No obstante, los aspectos esenciales del proceso de transferencia de activos dañados no se concretarán hasta finales de noviembre. Con la cautela que imponen estas limitaciones sobre la información disponible, en este recuadro se realiza una primera estimación del volumen de activos transferibles a Sareb y del posible impacto de su actividad sobre el mercado inmobiliario español.

El borrador de real decreto contempla el traspaso a Sareb de, principalmente, las propiedades adjudicadas con valor neto contable superior a 100.000 euros, las participaciones de control en empresas del sector inmobiliario y el crédito promotor con valor neto contable superior a 250.000 euros, incluido el crédito actualmente al corriente de pago. Sin considerar las participaciones en empresas inmobiliarias ni los límites inferiores anteriores aplicables a activos adjudicados y créditos a promotores, el volumen de activos potencialmente transferibles será como mínimo de 94.000 millones de euros, provenientes de las entidades nacionalizadas (véase la tabla siguiente). Este importe podría elevarse hasta 153.000 millones de euros si ninguna de las entidades para las que las pruebas de esfuerzo realizadas por Oliver Wyman han revelado necesidades de capital superiores al 2% de sus activos ponderados por riesgo (APR) lograra recapitalizarse sin ayuda pública. Por tipo de activos, alrededor de un 27,7% de la cartera traspasada corresponderá a inmuebles o suelo directamente en manos de Sareb para su venta al mercado y el resto estará en forma de créditos. De estos, aproximadamente un 30,5% estará vinculado a viviendas terminadas y un 21,2%, a suelo urbano (véase gráfico siguiente).

VOLUMEN Y COMPOSICIÓN DE LOS ACTIVOS A TRASPASAR A LA SOCIEDAD GESTORA DE ACTIVOS

Valor bruto en libros a diciembre de 2011, en millones de euros y en porcentaje

| | Volumen mínimo | | Volumen máximo | |
|-------------------------|---------------------------|--|----------------|-------------|
| | Entidades del Grupo 1 (A) | Entidades del Grupo 2-3 con necesidades > 2% APR (B) | (A)+(B) | % |
| Crédito promotor | 67.023 | 43.492 | 110.515 | 72,3 |
| Problemático | 43.364 | 17.310 | 60.674 | 39,7 |
| Al corriente de pago | 23.659 | 26.182 | 49.841 | 32,6 |
| Adjudicados | 26.995 | 15.395 | 42.390 | 27,7 |
| Suelo | 11.944 | 6.162 | 18.107 | 11,8 |
| En construcción | 792 | 658 | 1.450 | 1,0 |
| Terminadas | 14.259 | 8.575 | 22.835 | 14,9 |
| Total | 94.019 | 58.887 | 152.906 | |



FUENTE: Elaboración propia a partir del Informe Oliver Wyman y cuentas anuales de las entidades.

El precio de adquisición de estos activos determinará los descuentos respecto al valor de tasación original que Sareb podría llegar a ofrecer para colocar las propiedades en el mercado. El borrador del real decreto establece que el traspaso debe hacerse con base en el valor económico a largo plazo de los activos, determinado por expertos independientes en las pruebas de esfuerzo individuales, aunque en ningún caso el valor de traspaso podrá ser inferior a las coberturas exigidas hasta la fecha.⁽¹⁾ Oliver Wyman ofrece dos posibles valoraciones de los activos bancarios en función del escenario macroeconómico, aunque solo para un horizonte de dos años. Por tanto, tomar estas referencias como el valor a largo plazo de los activos resulta algo conservador, puesto que no se tienen en cuenta los efectos de una recuperación económica a medio plazo. Los descuentos medios finalmente anunciados por el FROB parten del escenario base de Oliver Wyman y añaden un descuento adicional del 11,4% para cubrir los costes y el riesgo de la operación,⁽²⁾ con lo que se aproximan a los del escenario adverso (véase tabla siguiente, panel izquierdo). Así, se establece un descuento promedio del 45,6% para el crédito promotor y del 63,1% para las propiedades adjudicadas, de manera que el balance de Sareb se situaría en torno a 46.422 millones de euros, si únicamente las entidades nacionalizadas traspasaran sus activos, y alcanzaría 75.762 millones si incluyera a todas las entidades del grupo 2-3 con elevadas necesidades de capital.

El panel derecho de la siguiente tabla detalla los descuentos máximos desde el valor de tasación original que permitirían a Sareb no incurrir en pérdidas bajo cada escenario y que son el resultado de promediar los descuentos en los activos adjudicados con los descuentos en las propiedades que sirven como garantía de los créditos transferidos a Sareb.⁽³⁾ Así, el descuento desde máximos según las valoraciones anunciadas por el FROB sería de un 72,7% en promedio en el caso del suelo y del 54,1% para la obra terminada.

DESCUENTOS SOBRE LOS ACTIVOS BANCARIOS BAJO ESCENARIOS ALTERNATIVOS

| | Descuento sobre el valor de los activos bancarios | | | | Descuentos desde valor de tasación original en los precios de propiedades adjudicadas y en garantía de préstamos (*) | | | |
|---|---|----------------------|---------------------------------|--|--|----------------------|---------------------------------|-------|
| | Oliver Wyman. Escenario base | Anunciado para Sareb | Oliver Wyman. Escenario adverso | | Oliver Wyman. Escenario base | Anunciado para Sareb | Oliver Wyman. Escenario adverso | |
| Crédito promotor | 29,4% | 45,6% | 43,2% | | | | | |
| Adjudicados | 56,4% | 63,1% | 63,9% | | | | | |
| <i>Suelo</i> | 73,1% | 79,5% | 80,2% | | <i>Suelo</i> | 62,6% | 72,7% | 73,8% |
| <i>Obra en curso</i> | 56,8% | 63,2% | 65,8% | | <i>Obra en curso</i> | 50,1% | 59,9% | 59,7% |
| <i>Vivienda terminada</i> | 43,1% | 54,2% | 50,9% | | <i>Vivienda terminada</i> | 43,0% | 54,1% | 50,3% |
| Total | 36,9% | 48,3% | 49,0% | | | | | |
| Promemoria: | | | | | | | | |
| Tamaño mínimo del balance de Sareb (millones de €) | 56.853 | 46.422 | 45.751 | | | | | |

NOTA: (*) Caídas implícitas calculadas según la ratio promedio de crédito sobre el valor de tasación para el sector promotor (68%).

FUENTE: Elaboración propia a partir del Informe Oliver Wyman y cuentas anuales de las entidades.

(1) En concreto, se incluyen las coberturas exigidas en los reales decretos ley 2/2012 y 18/2012.

(2) En el caso irlandés, este descuento adicional fue del 10%. Véase European Commission Competition (2011), «The effects of temporary State aid rules adopted in the context of the financial and economic crisis», Commission Staff Working Paper.

(3) El descuento sobre el valor de las propiedades que sirven como garantía tiene en cuenta que los créditos vinculados a estas se concedieron por un 68% del valor de tasación original en promedio.

El precio al que finalmente Sareb ofrezca los activos inmobiliarios dependerá del ritmo de venta que pueda aplicar a cada categoría de activos. Aunque formalmente dispondrá de 15 años, varios factores podrían acelerar el ritmo de enajenaciones por tipo de activos. En primer lugar, la sociedad deberá cubrir anualmente sus costes operativos y de financiación, por lo que su importe será un factor determinante. Como referencia, en el caso de la NAMA irlandesa, la proyección de los costes operativos durante toda la vida de la sociedad alcanzó el 5,4% de los activos en el momento de su puesta en marcha en 2010, mientras que sus costes financieros son relativamente moderados, pues el 95% de sus pasivos (deuda *senior* con aval del Estado) paga un cupón semianual igual al euríbor a 6 meses. En segundo lugar, el calendario de necesidades financieras puede plantear condicionantes adicionales sobre la estrategia de ventas. Para la sociedad gestora irlandesa, estas condiciones presentan un grado de exigencia no desdeñable, al establecerse la devolución de al menos un 25% de la deuda a los cuatro años de entrada en funcionamiento de la sociedad y de un 80% de la misma a los ocho años. Finalmente, es previsible que Sareb tenga que invertir recursos en desarrollar el suelo y gestionar las obras en curso.

Para afrontar la presión vendedora que imponen los factores anteriores, Sareb podrá contar con los ingresos procedentes de la titulización de los activos de la sociedad, así como de la gestión de las propiedades terminadas, incluyendo su posible alquiler, y del crédito promotor. Los intereses y amortizaciones del crédito sano también deberán contribuir significativamente al *cash-flow*. Para ello, la sociedad deberá establecer un sistema de incentivos adecuado para asegurar que las distintas contrapartes implicadas (promotores, entidades cedentes de activos, etc.) ponen todo su desempeño en satisfacer sus compromisos. En este sentido, puede ser conveniente revisar los planes de negocio de los deudores para asegurar su viabilidad y diseñar acciones que permitan la amortización de sus deudas en línea con el calendario establecido para el conjunto del proyecto. En el caso irlandés, la implicación de la NAMA llega hasta el diseño y aprobación de los criterios que deben satisfacer las ventas realizadas por sus deudores.

Un buen desempeño en estas tareas debería permitir a Sareb establecer un ritmo de venta de sus propiedades compatible con la materialización de su valor económico real y con la generación de un volumen suficiente de transacciones que permitan reactivar el mercado inmobiliario. Más allá de su contribución a la estabilidad del sistema financiero español, el establecimiento de una referencia razonable para los precios inmobiliarios, en línea con sus determinantes fundamentales, sería otro logro clave para contribuir a una recuperación económica sostenida.

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

Estudios y Análisis Económico, "la Caixa"

Publicaciones

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

■ INFORME MENSUAL

Informe sobre la situación económica (disponible también en inglés)

■ ANUARIO ECONÓMICO DE ESPAÑA 2012

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

■ COLECCIÓN COMUNIDADES AUTÓNOMAS

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

■ 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"

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

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

04/2012. ¿Hay burbuja inmobiliaria en China? Claudia Canals y Mercè Carreras-Solanas

05/2012. Inversiones financieras en España: impacto de la inestabilidad en los mercados Inmaculada Martínez

06/2012. Materias primas: ¿qué cambió en la última década? Eduardo Pedreira y Miguel A. Canela

07/2012. Risk on-Risk off: las correlaciones en tiempos de crisis Eduardo Pedreira

08/2012. El ahorro y la eficiencia energéticos: un impulso para la competitividad de la economía española Pere Miret

■ 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
- Oriol Aspachs
Director de Economía Europea
- Enric Fernández
Director de Economía Internacional
- Avelino Hernández
Director de Mercados Financieros

INFORME MENSUAL

Noviembre 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...):
publicacionestudios@lacaixa.es

GRUPO ”la Caixa”: DATOS MÁS RELEVANTES

a 31 de diciembre de 2011

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

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

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



”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.

