

Informe Mensual



PERSPECTIVAS 2013

Perspectivas para los países emergentes en 2013: cielos poco nubosos y temperaturas agradables Pág. 13
Factores internos y externos apuntan en sentido positivo

Eurozona: diecisiete países, un destino Pág. 23
Como en cualquier asociación, la receta del éxito combina un interés común, empatía y confianza mutua

Perspectivas de desendeudamiento bancario en Europa Pág. 45
El proceso de desendeudamiento es inevitable tras el boom de crédito de los 2000

La reducción del déficit público: muchas preguntas y alguna respuesta Pág. 66
La creación de una agencia fiscal independiente, clave para reforzar el proceso de ajuste del déficit público

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	2,5	1,8	
Japón	-0,7	1,7	0,9	-0,6	-0,6	2,7	3,4	0,2	0,6	
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	-0,4	0,3	1,3	0,6	0,0	-0,4	-0,6	-0,4	
<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	1,1	0,2	0,1	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	2,2	
Japón	-0,3	0,0	-0,1	0,2	-0,3	0,3	0,2	-0,3	-0,2	
Reino Unido	4,5	2,7	1,9	4,7	4,7	3,5	2,7	2,4	2,1	
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	1,9	
<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	-1,8	-1,7	-0,2	-2,4	-1,3	-2,1	-2,0	-1,7	
Consumo de las AA. PP.	-0,5	-4,3	-9,2	-2,7	-1,1	-3,7	-2,9	-3,9	-6,7	
Formación bruta de capital fijo	-5,3	-8,9	-4,8	-4,2	-6,0	-7,5	-9,2	-9,9	-8,9	
<i>Maquinaria y bienes de equipo</i>	2,5	-6,1	-1,7	3,4	-1,6	-5,5	-6,9	-7,3	-4,5	
<i>Construcción</i>	-9,0	-11,4	-6,6	-8,0	-8,6	-9,4	-11,5	-12,6	-12,3	
Demanda nacional (contr. al Δ PIB)	-1,9	-3,8	-3,8	-1,8	-3,1	-3,2	-3,8	-4,0	-4,1	
Exportación de bienes y servicios	7,7	4,0	9,3	7,6	5,8	2,4	2,9	4,3	6,5	
Importación de bienes y servicios	-0,8	-3,7	2,2	-1,2	-4,9	-5,8	-5,1	-3,5	-0,3	
Producto interior bruto	0,4	-1,4	-1,5	0,6	0,0	-0,7	-1,4	-1,6	-2,0	
Otras variables										
Empleo	-1,7	-4,4	-3,2	-1,6	-2,9	-3,7	-4,7	-4,6	-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	-2,7	0,7	-1,6	-1,4	-1,7	-3,2	-3,0	-2,8	
Saldo operaciones corrientes (% PIB)	-3,7	-2,3	0,5	-2,7	-2,8	-5,5	-1,0	-1,3	-1,3	
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	-3,4	-1,8	1,0	-2,4	-2,3	-5,3	-0,5	-0,7	-0,7	
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	1,95	2,42	2,03	2,02	1,81	1,62	1,69	
Bonos alemanes 10 años	2,65	1,56	1,82	2,30	1,98	1,88	1,50	1,42	1,43	
Tipos de cambio										
\$/Euro	1,39	1,28	1,30	1,41	1,35	1,31	1,28	1,25	1,28	

Perspectivas 2013

Índice

- 1 Editorial
- 2 Resumen ejecutivo
- 6 Coyuntura internacional
 - 6 Estados Unidos
 - 10 Japón
 - 13 *Perspectivas para los países emergentes en 2013*
 - 16 China
 - 17 Brasil
 - 18 México
 - 19 Materias primas
- 21 Unión Europea
 - 21 Actividad económica
 - 23 *Eurozona: diecisiete países, un destino*
 - 26 Mercado de trabajo
 - 27 Precios
 - 29 Sector exterior
 - 30 Sector público
 - 32 Ahorro y financiación
 - 33 Europa emergente
- 36 Mercados financieros
 - 36 Mercados monetarios y de capital
 - 45 *Perspectivas de desendeudamiento bancario en Europa*
- 48 Coyuntura española
 - 48 Actividad económica
 - 53 Mercado de trabajo
 - 57 Precios
 - 61 Sector exterior
 - 64 Sector público
 - 66 *La reducción del déficit público: muchas preguntas y alguna respuesta*
 - 69 Ahorro y financiación

Hace unos años, en plena polémica sobre los riesgos geopolíticos que planteaba la situación de Irak, Donald Rumsfeld, el secretario de defensa de Estados Unidos, pronunció unas frases con frecuencia recordadas. Dijo: «Hay certezas conocidas; esto es, cosas que sabemos que sabemos. Hay incógnitas conocidas, es decir, cosas que sabemos que no sabemos. Y hay incógnitas desconocidas; o sea, cosas que no sabemos que no sabemos». En los ejercicios de prospectiva económica conviene aumentar aún más las dosis de humildad y reconocer que la convicción rara vez llega a la certeza; pero en cualquier caso, se trata de un esquema que ayuda a presentar las perspectivas económicas para 2013.

Los elementos del escenario que ofrecen más certidumbre se refieren a determinadas fuerzas estructurales que ya llevan tiempo en marcha y que, todo hace pensar, seguirán activas por algún tiempo adicional. Por lo general, significan vientos de cara para los países desarrollados y de cola para los emergentes. La más importante es el proceso de desapalancamiento en el que todavía están inmersos numerosos sectores de países avanzados clave, como Estados Unidos, Reino Unido y varios de la eurozona. Familias, Gobiernos y entidades financieras deben reducir sus niveles de deuda, lo que constituye un freno a la expansión del gasto y del crédito en estos países. En el caso del sector financiero europeo, para que el proceso de desapalancamiento se pueda llevar a cabo de manera acompasada, es imprescindible seguir avanzando de forma decidida en el proceso de reformas, tanto a nivel nacional como europeo. Como contrapunto, los países emergentes presentan niveles bajos de endeudamiento, y cuentan además con diversas palancas impulsoras del crecimiento: la demografía, la adopción de progresos tecnológicos, la liberalización de mercados, y una estabilidad política y social cada vez más consolidada. En este marco, las previsiones centrales de crecimiento del producto interior bruto (PIB) apuntan a cifras modestas para los países desarrollados (2,0% para Estados Unidos, 0,3% para la eurozona y -1,5% para España), pero satisfactorias para los emergentes (7,8% para China o 3,5% para Brasil).

Las «incógnitas conocidas» son factores de riesgo ya identificados que pueden alejarnos de esas cifras, para bien o para mal. La lista es larga, pero las más destacadas se remiten a las actuaciones de política económica e institucional, así como la calibración de sus efectos. En Estados Unidos, la cita inminente es el necesario acuerdo entre demócratas y republicanos para evitar el denominado «precipicio fiscal», so pena de recaer en recesión. En la eurozona, el debate sobre la disyuntiva entre austeridad y estímulo seguirá dominando las decisiones de política fiscal. Por desgracia, las limitaciones de los economistas para dar respuestas satisfactorias sobre esta cuestión no hacen sino acentuar las dudas sobre el impacto macroeconómico final. Un segundo gran foco de riesgo en la eurozona es el relativo al ritmo de avance en la refundación de la UEM, en los frentes de unión bancaria, fiscal y, en última instancia, política. Difícilmente será una marcha triunfal, pero la senda de la integración parece bien encauzada. Por lo que respecta a España, un factor clave es cumplir lo más pulcramente posible con los compromisos de ajuste presupuestario anunciados, y recuperar así la confianza de la comunidad inversora internacional. Sorpresas positivas en este ámbito beneficiarían al conjunto del país, sobre la base de los notables avances ya observados en la corrección de los desequilibrios de balanza de pagos y de competitividad.

Por definición, la lista de las «incógnitas desconocidas» solo estará disponible cuando el año haya finalizado. Valga ahora el deseo de que, a diferencia de los últimos tiempos, esté dominada por noticias favorables.

RESUMEN EJECUTIVO

El «precipicio fiscal» centra el debate de política económica en Estados Unidos.

La CE pospone la recuperación de la eurozona unos trimestres más.

La caída de los tipos de interés a largo plazo reactiva la demanda de bonos corporativos.

Menguan los focos de preocupación

Noviembre ha sido un mes de transición. Por momentos, las sombras de la incertidumbre han vuelto a empañar el ánimo, pero lo han hecho con una intensidad sensiblemente menor a otros episodios tempestuosos de los últimos años. Así, por ejemplo, las bolsas y otros activos de riesgo se han mostrado débiles, aunque sin registrar grandes descensos y, a las primeras noticias positivas, las cotizaciones han exhibido una notable capacidad de recuperación. Este comportamiento refleja que los focos de preocupación se están resolviendo favorablemente.

El primero procede de Estados Unidos, donde la proximidad del vencimiento de medidas fiscales expansivas aprobadas en la era Bush, el «precipicio fiscal», ha desatado temores sobre la posible recesión a la que se enfrentaría la ya de por sí vulnerable economía norteamericana. Sin embargo, la reelección del presidente Obama, más holgada de lo previsto, facilita un deseado acuerdo entre demócratas y republicanos. La resolución de las elecciones estabiliza el panorama político y desbloquea el debate de la reducción del déficit, que, con un sesgo algo más favorable al partido demócrata, se centra más en aumentar ingresos que en reducir gastos.

Paralelamente, la actividad económica sigue evolucionando a un ritmo moderado, si bien se empiezan a detectar los primeros efectos de las distintas actuaciones monetarias. En concreto, el gasto de las familias y su propensión al consumo se han acelerado durante el tercer trimestre. Igualmente, se ha apreciado una mejoría en la actividad constructora e inmobiliaria, en forma de subida de los precios de las viviendas y de las operaciones de compra-

venta. Estos avances han venido acompañados de la caída moderada de la tasa de desempleo y el repunte de los precios de consumo, producto del encarecimiento de la energía. En el área financiera, las mejoras han estado protagonizadas por la expansión del crédito bancario, el descenso de los tipos de interés hipotecarios y la bajada de la rentabilidad de los bonos del Tesoro.

Los otros dos focos de preocupación se localizan en la eurozona. Por un lado, la Comisión Europea ha confirmado la previsión de que la región atravesará algunos trimestres más de contracción del PIB. En el tercer trimestre se mantuvo prácticamente estancado, con un retroceso del 0,1% intertrimestral, pero los indicadores disponibles para el cuarto trimestre, tanto de oferta como de demanda, se han deteriorado sensiblemente. Con todo, la Comisión señala dos elementos que confieren un optimismo moderado. En primer lugar, los avances en política económica, como la unión bancaria o el anuncio de las operaciones monetarias de compraventa por parte del Banco Central Europeo, han alejado los escenarios más pesimistas. En segundo lugar, los esfuerzos de consolidación fiscal y la corrección de desequilibrios están contribuyendo a mejorar la competitividad de los países periféricos.

Adicionalmente, en el marco de la crisis de deuda de la región, el frente abierto por las urgentes necesidades de liquidez de Grecia ha puesto de manifiesto, una vez más, las dificultades técnicas y políticas para alcanzar soluciones contundentes. En este contexto, la ausencia de sobresaltos de envergadura en los mercados constituiría un signo de que los inversores confían en la capacidad de las autoridades para sortear los riesgos e ir avanzando en los retos existentes. Si, como es de esperar, esto efectiva-

mente se confirma en las próximas semanas, la senda de revalorización de los activos con riesgo no tendrá dificultades en reanudarse.

A pesar de los vaivenes en la crisis de la eurozona y del contexto de crecimiento global, la renta fija empresarial está siendo el activo estrella en 2012. En su incesante búsqueda de rentabilidad, los inversores, tanto institucionales como minoristas, han encontrado en los bonos corporativos un binomio de rentabilidad y riesgo más atractivo que en las acciones. Desde septiembre, esta circunstancia se ha visto favorecida por la intensificación de la laxitud de las estrategias monetarias en Estados Unidos y la eurozona. La caída de los tipos de interés a largo plazo generada por la compra de bonos soberanos e hipotecarios por la Fed, junto con las medidas anunciadas por el BCE en septiembre, han provocado un intenso movimiento de los flujos de capital hacia esta clase de activos, acelerando la demanda global de toda clase de bonos corporativos.

En la zona asiática, llama la atención el debilitamiento de la economía japonesa, que ha pasado de ser la que más crecía entre los países avanzados a situarse al borde de la recesión. La economía nipona ha ido de más a menos a lo largo de 2012, pero los datos del PIB del tercer trimestre sorprendieron negativamente a unas expectativas ya de por sí bajistas, con un retroceso del 0,9% intertrimestral, que deja el avance interanual en un mínimo 0,2%. La corrección fue debida, sobre todo, a un desplome de las exportaciones, que habían sido el motor tradicional del crecimiento hasta la crisis de 2008.

Ante esta situación, la posición del primer ministro Yoshihiko Noda, del Partido Democrático, se ha hecho insostenible, lo que ha obligado a adelantar las elecciones a diciembre de 2012. El probable ganador será Shinzo Abe, del Partido Liberal Democrático, que había gobernado el país de forma casi hegemónica desde 1955 hasta 2009. Se espera que Abe, partidario decla-

rado de apoyar al crecimiento, espoleará al Banco de Japón para que siga políticas monetarias de corte más expansivo.

En China, en cambio, la nueva cúpula de líderes entra en escena en el preciso momento en el que los últimos indicadores coyunturales confirman la reaceleración del ritmo de actividad de la potencia asiática. Según lo previsto, Xi Jinping tomó el relevo de manos de Hu Jintao como futuro presidente de China durante el XVIII Congreso Nacional del Partido Comunista. Junto a él, Li Keqiang, número dos y futuro primer ministro en sustitución de Wen Jiabao, y otros cinco miembros del Partido Comunista conformarán el Comité Permanente que regirá sobre el destino de la segunda economía mundial los próximos diez años.

Ante el conservadurismo del nuevo ejecutivo, no esperamos grandes innovaciones en las líneas de actuación del gigante asiático. Así pues, las medidas económicas seguirán rigiéndose por el principio de cambios graduales hacia un modelo de crecimiento más equilibrado en el medio plazo. En este entorno de reaceleración moderada, se valora muy positivamente el dato de inflación de octubre, del 1,7%, y sustancialmente inferior a la meta oficial del 4%, puesto que facilita la continuidad de las políticas expansivas si la coyuntura lo exige.

Brasil, la otra gran potencia económica emergente, ya está utilizando ampliamente las políticas expansivas. De hecho, en su paso por España, su presidenta, Dilma Rousseff, alertó sobre los riesgos de la política de austeridad como única vía de salida a la crisis en la eurozona. Las autoridades brasileñas, dado que disponen de cierto margen, no han escatimado en el uso de palancas para apoyar a la economía durante los meses de ralentización. Aunque el esperado rebote todavía se resiste, los primeros indicios de mejoría, de momento leve, ya se vislumbran. A falta de los datos de crecimiento del PIB del tercer trimestre, el índice de actividad económica situaría el

El deterioro de la economía japonesa propicia el cambio político.

El nuevo Gobierno chino toma posesión con una línea continuista.

Primeros indicios de reactivación económica en Brasil.

El efecto IVA modera la caída del consumo privado.

avance en torno al 1% respecto al trimestre anterior, por encima del 0,4% intertrimestral del segundo trimestre.

La economía española, que ya encadena cinco trimestres de crecimiento negativo, dispone de menos margen para llevar a cabo políticas expansivas. De todas formas, el ritmo de contracción del PIB mejoró en una décima en el tercer trimestre y se situó en el -0,3% intertrimestral. El retroceso volvió a ser notable, pero inferior al previsto por el consenso de analistas, que esperaba una caída del 0,8%.

Por un lado, la aportación de la demanda interna al crecimiento fue ligeramente superior a la esperada, ya que la subida del IVA el 1 de septiembre hizo que hogares y empresas adelantaran las compras previstas para los meses posteriores. Este efecto, sin embargo, es temporal y probablemente afectará negativamente al PIB del cuarto trimestre. Tras la entrada en vigor de los nuevos tipos impositivos, las ventas minoristas aceleraron su caída hasta el -10,1%. Un patrón similar se observa respecto a las matriculaciones de automóviles: después de un incremento interanual del 3,4% en agosto, se registraron unos retrocesos del -36,8% y del -21,7% en los meses de septiembre y octubre, respectivamente.

Otro factor que explica el menor retroceso del PIB en el tercer trimestre es la fortaleza de las exportaciones, que se incrementaron en un 4,8%, el mejor registro de la última década. Ello fue resultado tanto de un buen comportamiento de las exportaciones de servicios como, sobre todo, de bienes, lo que refleja el importante esfuerzo internacionalizador de las empresas españolas. De todas formas, el viento tampoco sopla a favor en este sector. La demanda europea se mantendrá débil en el cuarto trimestre y volverá a poner a prueba la capacidad de reacción de las empresas para encontrar nuevos destinos con mayor potencial.

Durante los próximos meses, la reestructuración del sector bancario entrará en su fase definitiva. Una vez aprobados los pla-

nes de reestructuración y recapitalización de las entidades participadas por el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB), estas empezarán a recibir las ayudas procedentes de los fondos de rescate europeos, que ascienden a 37.000 millones de euros.

Por su parte, el Gobierno aprobó el pasado 14 de noviembre la legislación que sienta las bases jurídicas para la constitución de la Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria (Sareb). Una vez la Sareb esté plenamente operativa, a principios de diciembre, los bancos participados por el FROB podrán empezar a transferirle sus activos. El tamaño máximo legal de la Sareb es de 90.000 millones de euros, capacidad que se estima suficiente para albergar los activos problemáticos de las entidades que reciban ayudas públicas.

La cuestión más sensible sigue siendo el valor de transferencia de los activos. En este sentido, el Banco de España estima que el descuento promedio con relación al valor bruto en libros será del 63% para activos adjudicados y del 46% para los préstamos. Con estos valores, se espera que la rentabilidad sobre recursos propios de la Sareb pueda alcanzar el 15% a largo plazo en un escenario conservador.

Recuperar la confianza y relajar las condiciones financieras son elementos vitales para mejorar las expectativas de crecimiento. En este sentido, los avances en el proceso de reestructuración del sector bancario están permitiendo una menor dependencia de la financiación del Banco Central Europeo al tiempo que mejora la confianza de los inversores internacionales en el sistema bancario español. Este proceso, sin embargo, debe estar acompañado por progresos significativos en la agenda de construcción europea. Las expectativas que ha levantado la cumbre del Consejo Europeo de diciembre vuelven a ser máximas. Esperemos que esta vez no se defrauden.

30 de noviembre de 2012

Los bancos nacionalizados empezarán a transferir activos a la Sareb en diciembre.

La reactivación económica pasa por recuperar la confianza y relajar las condiciones financieras.

CRONOLOGÍA

2011

- 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**.
- noviembre** 26 El Eurogrupo acuerda desbloquear 43.700 millones de euros de ayudas para Grecia y toma medidas para garantizar la sostenibilidad de la deuda con la mejora de las condiciones de los préstamos y la recompra de bonos.

AGENDA

Diciembre

- 4 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (noviembre).
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 (noviembre).
Coste laboral (tercer trimestre).
20 Ingresos y gastos del Estado (noviembre).
21 Comercio exterior (octubre).
Precios industriales (noviembre).
28 Balanza de pagos (octubre).

Enero

- 10 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
11 Índice de producción industrial (noviembre).
15 IPC (diciembre).
16 IPC armonizado de la UE (diciembre).
24 Encuesta de población activa (cuarto trimestre).
29 Comité de Mercado Abierto de la Fed.
30 Avance del PIB trimestral (cuarto trimestre).
31 Balanza de pagos (noviembre).
Avance IPCA (enero).

COYUNTURA INTERNACIONAL

Estados Unidos crece un 2,5% interanual a la espera de un acuerdo que limite el «precipicio fiscal».

El resultado de las elecciones acerca la posibilidad de un acuerdo, pero la consolidación fiscal queda para más adelante.

Estados Unidos: una expansión tibia pero con menores riesgos

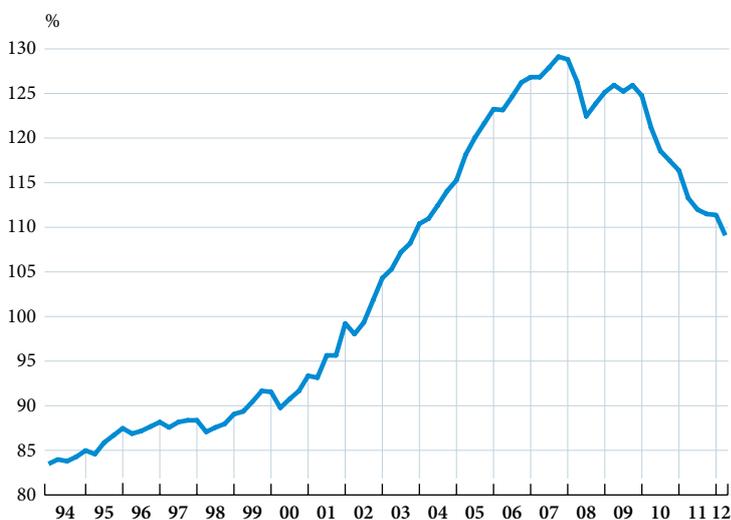
Tras el repunte del tercer trimestre, con un producto interior bruto (PIB) que avanzó un 2,5% interanual, las dos mayores incertidumbres que se ciernen sobre la economía estadounidense son el «precipicio fiscal» y la lenta recuperación del mercado laboral. La reelección del presidente Obama, más holgada de lo previsto, facilita un deseado acuerdo entre demócratas y republicanos que reduzca los efectos contractivos del «precipicio fiscal», que prevé aumentos de impuestos y reducciones de gastos automáticos a partir del 1 de enero de 2013. La resolución de las elecciones estabiliza el panorama político y desbloquea el debate de la reducción del déficit que, con un sesgo algo más favorable al partido

demócrata, se centra más en aumentar ingresos que en reducir gastos.

Así, la propuesta presidencial incluye un aumento impositivo de 836.000 millones de dólares en 10 años, de los que solo 56.000 corresponderían a 2013. Asimismo, es probable que se prorroguen las exenciones fiscales a las nóminas y las prestaciones de desempleo que expiran a final de año. El probable acuerdo reduce los riesgos a la baja para nuestra previsión de crecimiento del 2,0% para el conjunto de 2013 y deja la consolidación fiscal para más adelante. Sin embargo, el aumento de la deuda pública, que puede alcanzar el 111% del PIB a finales de 2013, se compensa con el desapalancamiento privado. La deuda de los hogares siguió descendiendo en el tercer trimestre de 2012 hasta el 109,2% de

ESTADOS UNIDOS: EL DESAPALANCAMIENTO DE LOS HOGARES SIGUE A BUEN RITMO

Deuda bruta de los hogares en porcentaje de la renta disponible

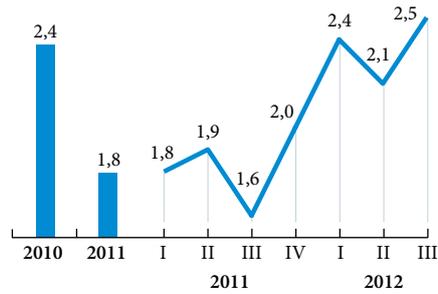


FUENTES: BEA, Federal Reserve y elaboración propia.

EVOLUCIÓN DEL PIB DE ESTADOS UNIDOS POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual en términos reales

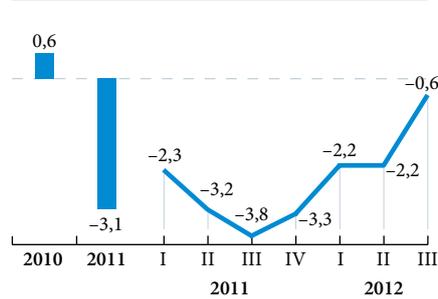
PIB



Consumo privado



Consumo público



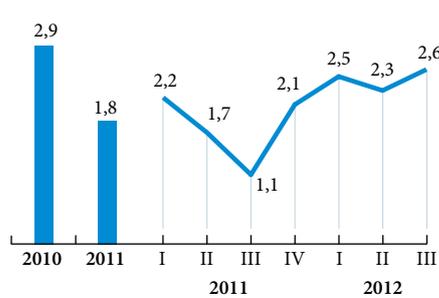
Inversión no residencial



Inversión residencial



Demanda interna



Exportaciones de bienes y servicios



Importaciones de bienes y servicios



FUENTES: Bureau of Economic Analysis y elaboración propia.

El huracán Sandy afectará al consumo, pero la confianza continúa mejorando.

la renta disponible, inferior al máximo del 129,3% de septiembre de 2009.

Los efectos del huracán Sandy a medio plazo serán limitados, pero los primeros datos de empleo muestran una influencia en el corto plazo que es mayor de lo que se esperaba. Noviembre será el punto más bajo, pero el efecto real sobre la actividad económica se decidirá en las campañas de ventas del día de Acción de Gracias y de Navidad. Las ventas minoristas de octubre ya mostraron también los primeros efectos de Sandy, con un retroceso respecto a septiembre que hizo que el crecimiento acumulado interanual pasase del 4,3% al 2,7%. Este retroceso se debió también a que septiembre había sido un mes anormalmente alcista, en parte, por el lanzamiento del iPhone 5. En el lado positivo, el índice de confianza de los consumidores del Conference Board mantuvo en octubre su repunte con otra subida, hasta el nivel de los 72,2 puntos. Si bien esto queda por debajo de la media histórica, cercana a los 100 puntos, otros indicadores de confian-

za más recientes como el de la Universidad de Michigan apuntan a una continuidad de esta mejora.

La percepción empresarial se mostró titubeante en octubre, con un índice de actividad del Institute for Supply Management (ISM) que en manufacturas se quedó en los 51,7 puntos y en servicios retrocedió inesperadamente hasta el nivel de los 54,2 puntos. Sin embargo, los niveles siguen siendo coherentes con un crecimiento del conjunto de la economía cercano al 2,5%, netamente por encima del ritmo actual.

Y es que octubre fue un buen mes para el empleo, aunque esto no altera el hecho de que la recuperación está siendo excesivamente lenta. La creación de 171.000 empleos netos se vio refrendada por una revisión en la creación de ocupación correspondiente a los dos meses anteriores, que arrojó 84.000 puestos netos más de lo que se había estimado. La mínima subida de la tasa de paro, hasta el 7,9%, también tiene una lectura positiva, ya que se debió a

Los empresarios siguen siendo moderadamente optimistas.

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	III	Octubre
PIB real	2,4	1,8	2,0	2,4	2,1	2,5	-
Ventas al por menor	5,5	8,0	7,5	6,6	4,7	4,8	3,8
Confianza del consumidor (1)	54,5	58,1	53,6	67,5	65,3	65,0	72,2
Producción industrial	5,4	4,1	4,1	4,4	4,7	3,3	1,7
Índice actividad manufacturera (ISM) (1)	57,3	55,2	52,4	53,3	52,7	50,3	51,7
Viviendas iniciadas	5,7	4,5	25,1	22,5	28,5	27,1	41,9
Tasa de paro (2)	9,6	9,0	8,7	8,3	8,2	8,1	7,9
Precios de consumo	1,6	3,2	3,3	2,8	1,9	1,7	2,2
Balanza comercial (3)	-494,7	-559,9	-559,9	-571,0	-568,8	-561,8	...
Tipo de interés interbancario 3 meses (1)	0,3	0,3	0,5	0,5	0,5	0,4	0,3
Tipo de cambio efectivo nominal (4)	75,3	70,9	72,3	72,8	73,9	74,0	72,7

NOTAS: (1) Valor.

(2) Porcentaje sobre población activa.

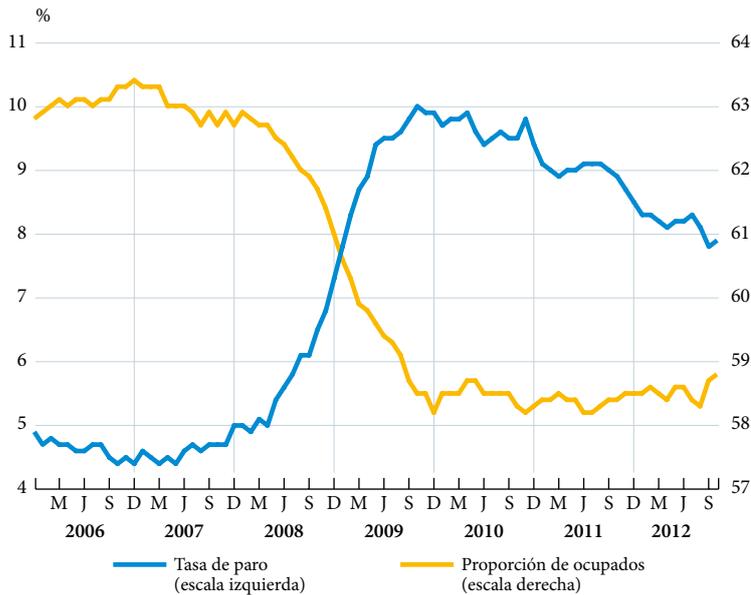
(3) Saldo acumulado de 12 meses de la balanza de bienes y servicios. Miles de millones de dólares.

(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: LA TASA DE PARO MEJORA MÁS QUE EL NIVEL DE EMPLEO

Tasa de desempleo y proporción de ocupados (*)



NOTA: (*) Proporción de ocupados: población empleada respecto a la población mayor de 16 años; tasa de paro: desempleados/ población activa.

FUENTES: Departamento de Trabajo y elaboración propia.

un incremento de la tasa de actividad, con unos trabajadores desanimados que se incorporan al mercado laboral al ver unas mejores perspectivas. Aun así, con el ritmo de creación de empleo de octubre no se alcanzarían los niveles de diciembre de 2007, previos a la Gran Recesión, hasta noviembre de 2014. El gran problema sigue siendo la elevada proporción de parados de larga duración, que se retroalimenta con la lentitud de la recuperación, ya que cuanto más tiempo se está en el paro, menos posibilidades de recolocación existen.

La evolución de los precios sigue, empero, dando a la Fed un margen de actuación para políticas expansivas que impidan esta no deseada reducción estructural del nivel de empleo. El índice de precios de consumo (IPC) avanzó un 2,2% interanual en octubre, 2,0% en septiembre, debido a efectos de base del precio de la factura energética. Sin embargo, el IPC subyacente, el índice general sin energía ni alimen-

tos, mantuvo su subida del 2,0%, en un entorno que sigue siendo de moderación a causa de la baja utilización de la capacidad productiva. En este escenario, la Reserva Federal se reafirma en sus políticas expansivas. En septiembre se puso en marcha la tercera expansión cuantitativa, para apoyar la refinanciación de las hipotecas, a tipo fijo, a un tipo más bajo, lo que redundará en menores cuotas mensuales y, por ende, en una mayor renta disponible. En la reunión de noviembre del Comité de Mercado Abierto de la Fed se propuso ligar la continuidad del tipo de referencia en mínimos no tanto a horizontes temporales como a la evolución de los precios y la tasa de desempleo, con un nivel aceptable para esta última que estaría entre el 5,25% y el 7,0%.

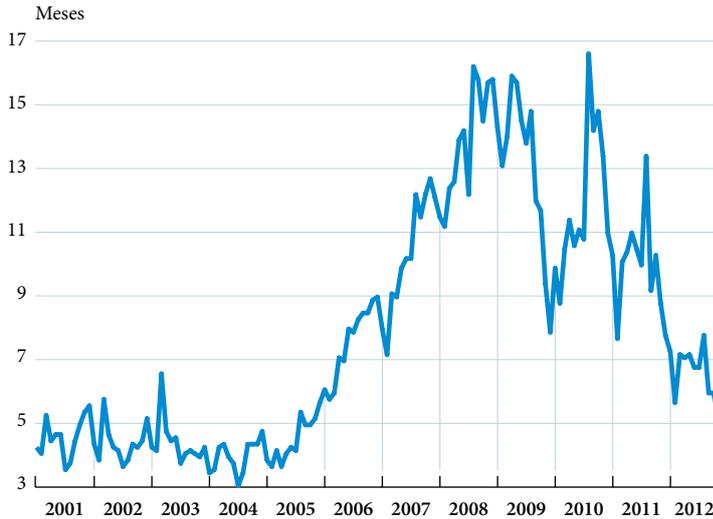
Si el paso del huracán Sandy puede tener efectos negativos para el empleo de noviembre, la otra cara de la moneda será el sector de la construcción, que puede ver reforzada una recuperación que se está

La creación de empleo mejora, con un paro en el 7,9%, pero la recuperación es excesivamente lenta.

El IPC está en el 2,2% y el IPC subyacente mantiene su tónica de moderación con un 2,0%.

ESTADOS UNIDOS: VENDER LA CASA YA NO CUESTA TANTO

Promedio de meses necesarios para vender una vivienda de segunda mano



FUENTES: US Census y elaboración propia.

La construcción asienta su recuperación, aunque los niveles previos a la burbuja quedan lejos.

mostrando más fuerte de lo que se esperaba hace seis meses. La actividad constructora siguió al alza en octubre, con 894.000 viviendas iniciadas en términos anuales, lo que representa un incremento del 41,9% interanual.

En este mismo sentido, el índice Case-Shiller de viviendas de segunda mano de agosto acumuló una subida del 4,3% desde finales de febrero, coherente con una mejora de las expectativas de los promotores y con el lento incremento del volumen de ventas. Las razones de la mejora del sector están en la continuidad de la expansión y en unos precios que vuelven a colocarse en niveles razonables. En este sentido, la ratio entre el precio de la vivienda y los ingresos medianos de los hogares vuelve a situarse en el nivel que había predominado entre 1983 y 2000, tras haber subido y bajado cerca de un 40,0% en los años de la burbuja y su posterior rompimiento. La recuperación del sector debería continuar en 2013, ya que existe un fondo de hogares que postergaron su formación a causa de la crisis económica. Más allá del alza de la actividad y los precios, otro indi-

cador que muestra la dinamización del sector es lo que se tarda en vender un inmueble, que en octubre se redujo a 5,3 meses, un lapso que no era tan corto desde octubre de 2005.

Por lo que respecta al sector exterior, el déficit de la balanza de bienes y servicios se redujo más de lo esperado en septiembre, hasta los 41.545 millones de dólares, gracias al buen comportamiento de las exportaciones, que repuntaron después de dos meses de retrocesos. Así, el sector exterior podría tener una aportación positiva al crecimiento del cuarto trimestre, después de haber sido un lastre en el tercero. Esto, unido a la inversión residencial, compensaría en parte los efectos de Sandy sobre consumo y empleo.

Japón: al borde de la recesión

En menos de medio año, Japón ha pasado de ser la economía que más crecía entre los países avanzados a situarse al borde de la recesión. La economía había ido de más a menos a lo largo de 2012, pero los

Japón retrocede en el tercer trimestre a causa del bajón exportador e inversor.

datos del PIB del tercer trimestre sorprendieron negativamente a unas expectativas ya de por sí bajas, con un retroceso del 0,9% intertrimestral, que deja el avance interanual en un mínimo 0,2%. La corrección fue debida sobre todo a un desplome de las exportaciones, que habían sido el motor tradicional del crecimiento hasta la crisis de 2008. Las ventas al exterior cayeron un 5,0% intertrimestral y arrastraron a la inversión en equipo, que cedió un 3,2%.

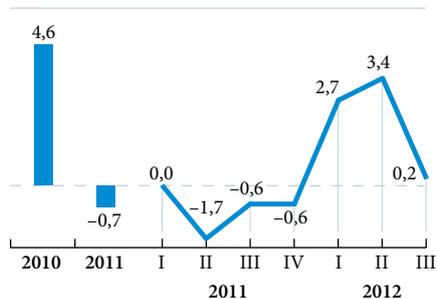
Ante esta situación, la posición del primer ministro Yoshihiko Noda, del Partido Democrático, se ha hecho insostenible, lo que ha obligado a adelantar las elecciones a diciembre de 2012. El probable ganador será Shinzo Abe, del Partido Liberal Democrático, que había gobernado el país de forma casi hegemónica desde 1955 hasta 2009. Se espera que Abe, partidario declarado de apoyar al crecimiento, espoleará al Banco de Japón para que siga políticas monetarias de corte más expansivo.

El previsible cambio de primer ministro en diciembre podría facilitar una política monetaria más expansiva.

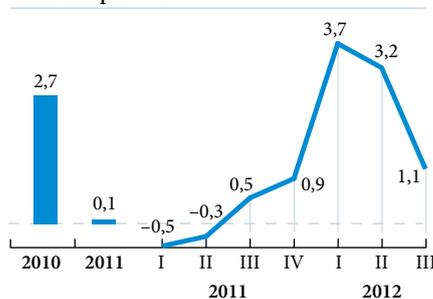
EVOLUCIÓN DEL PIB DE JAPÓN POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual en términos reales

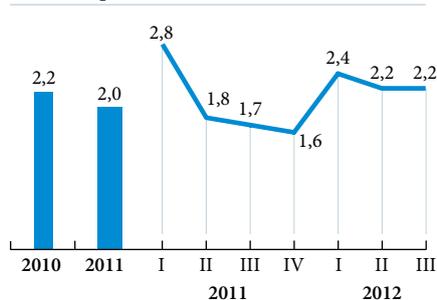
PIB



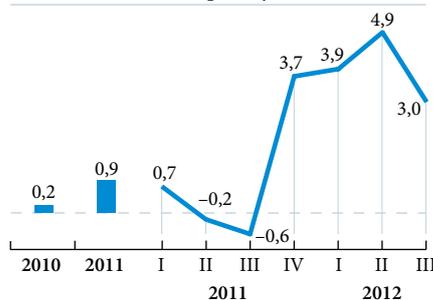
Consumo privado



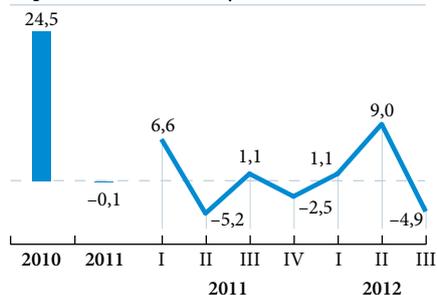
Consumo público



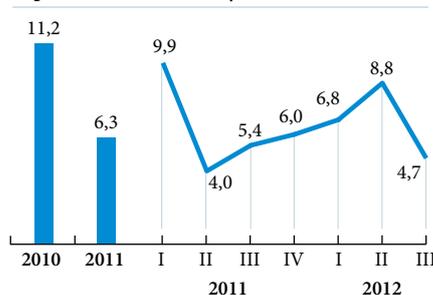
Formación bruta de capital fijo



Exportaciones de bienes y servicios



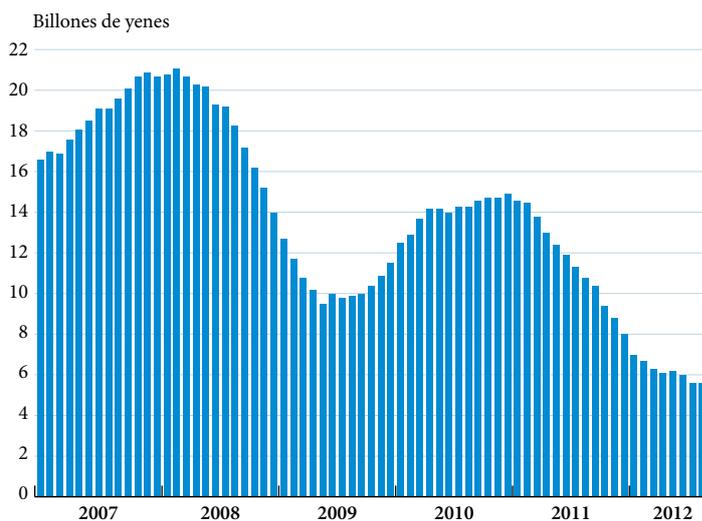
Importaciones de bienes y servicios



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

JAPÓN: CADA VEZ MÁS CERCA DE LOS NÚMEROS ROJOS

Saldo por cuenta corriente. Datos mensuales en términos anuales (*)



NOTA: (*) Media móvil de doce meses.

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

La competitividad de las exportaciones japonesas se ve mermada en detrimento de las de otras economías emergentes de la región por las carencias energéticas deri-

vadas del parón nuclear, que imponen cuellos de botella en los procesos productivos y elevan los costes. Esto lastra el crecimiento y, al mismo tiempo, compromete

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	-0,6	-0,6	2,7	3,4	-	0,2	-
Ventas al por menor	2,5	-1,2	-1,0	0,8	5,2	3,1	-0,7	1,7	0,4
Producción industrial	16,6	-2,3	-0,6	0,0	2,7	5,1	-2,2	-4,7	-6,8
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	15,6
Tasa de paro (2)	5,1	4,6	4,4	4,5	4,5	4,4	4,3	4,2	4,2
Precios de consumo	-0,7	-0,3	0,1	-0,3	0,3	0,2	-0,4	-0,5	-0,3
Balanza comercial (3)	7,9	-1,6	1,3	-1,6	-3,7	-3,7	-4,1	-4,1	-5,1
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.

el saldo positivo de la balanza por cuenta corriente, que en septiembre fue deficitaria por primera vez desde que se tienen datos y cuyo superávit acumulado de los últimos 12 meses pasó de los 24,5 billones de yenes de diciembre de 2007 a los 5,0 billones en septiembre de 2012.

Los últimos indicadores apuntan a un cuarto trimestre sin alegrías. La evolución de los precios confirma la continuidad de la dinámica deflacionista. El IPC de septiembre retrocedió un 0,2% interanual y el índice subyacente, el general sin alimentos

ni energía, cedió un 0,6%, mientras que los precios de Tokio, que por ser de octubre actúan como un indicador avanzado, volvieron a descender. Asimismo, la producción industrial, que en Japón está especialmente ligada a las exportaciones y la evolución del conjunto de la economía, tuvo un severo correctivo en octubre y acumula un retroceso del 9,5% respecto a marzo. La debilidad de la industria se pone de manifiesto al considerar que, en octubre, solo se llevaba recuperado un 25,0% respecto al mínimo causado por la tragedia de marzo de 2011.

La balanza por cuenta corriente registra en septiembre su primer déficit.

Perspectivas para los países emergentes en 2013: cielos poco nubosos y temperaturas agradables

Las condiciones económico-financieras para 2013 del colectivo de países emergentes se presentan favorables, en contraste con el previsible ambiente destemplado de Estados Unidos, el frío paralizante de Japón y las tormentas persistentes de la eurozona. De confirmarse, se prolongará la pauta que ya lleva más de una década vigente en aquellos países: crecimiento económico rápido, condiciones financieras estables y rendimientos elevados de los activos financieros. Lógicamente, la heterogeneidad dentro del grupo es notable y no faltan los casos problemáticos, pero en conjunto el pronóstico es positivo.

Atrás queda la convulsa etapa de los años noventa, con su reguero de crisis contagiosas: el colapso del peso mexicano en 1997; el ataque especulativo contra el bath tailandés en 1998, detonante de sacudidas muy intensas en toda la región asiática; la devaluación e impago de deuda gubernamental en Rusia, también en 1998; el desplome del real brasileño en 1999, y, como colofón, la devaluación, el corralito y el *default* de Argentina en 2001. Desde esa última fecha, las economías y los mercados de capitales de los países emergentes atraviesan una fase de bonanza que solo ha sido interrumpida, transitoriamente, por la crisis posterior a la quiebra de Lehman Brothers. El examen de los factores que han propiciado dicha dinámica permite arrojar luz sobre las perspectivas para 2013. A efectos expositivos, es útil agruparlos en dos categorías: factores internos y factores externos, que interaccionan de forma compleja, aunque por lo general para reforzarse mutuamente.

Los factores internos hacen referencia a la evolución de los fundamentos económicos, sociales y políticos de los propios países emergentes. Los externos, a la marcha de las condiciones económicas, monetarias, financieras y de clima inversor en los países desarrollados, y por ende, a nivel global. Entre estos últimos cobran especial relevancia la «liquidez global» y la «aversión al riesgo global». Desde el punto de vista de la dinámica de los flujos de capital hacia los mercados emergentes, las variables internas reciben con frecuencia el calificativo de factores de arrastre (*pull factors*), y las externas, factores de empuje (*push factors*).

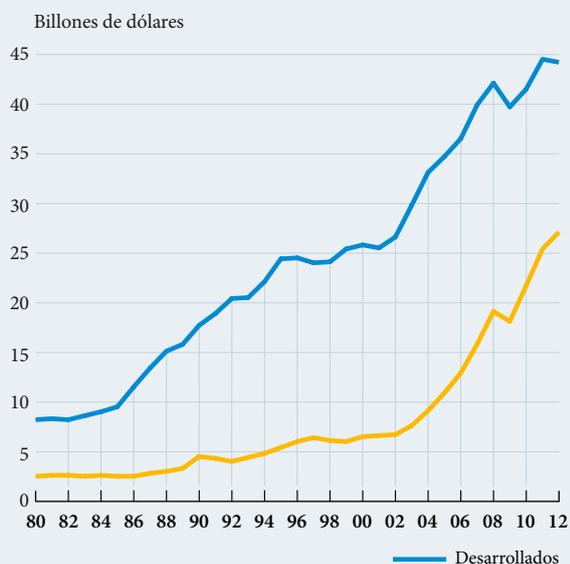
La mejora de los fundamentos de los países emergentes es ya un proceso bien asentado que continuará durante los próximos años. Las manifestaciones más relevantes son en forma de elevado crecimiento del PIB, mayor protago-

nismo de la demanda interna, distribución más equitativa de la renta, mayor cohesión social y marcos políticos más estables. El año 2013 se presenta como un periodo de confirmación de estas tendencias, que culminará exitosamente con el duro examen que ha supuesto la crisis financiera occidental iniciada en 2007 y su posterior Gran Recesión. Los países emergentes han navegado estas tormentas combinando agilidad y firmeza, de modo que las bases son buenas para el año entrante. Por un lado, las políticas de gestión del ciclo han sido acertadas, tanto en el manejo de los instrumentos monetarios y fiscales como los macroprudenciales (regulación del sistema financiero, controles de capitales, etc.). El tremendo *shock* negativo de los años 2008-2009 tuvo respuesta en forma de políticas muy expansivas, con la suficiente fuerza como para reactivar vigorosamente el crecimiento de los países emergentes en 2010-2011. Los signos de sobrecalentamiento que pronto hicieron presencia dieron paso a una aplicación cuidadosa de medidas restrictivas, con el objetivo de maniobrar un aterrizaje suave. Este ha sido efectivamente el fruto de 2012, mientras se sembraba para una nueva reactivación mediante políticas nuevamente expansivas, esta vez más moderadas, pero prolongadas en el tiempo y con margen adicional todavía amplio. Países cruciales como China y Brasil ya están empezando a ver esos signos de reaceleración. Por otro lado, la mayoría de países emergentes han mantenido el pulso firme en el fortalecimiento de sus sistemas económicos, extendiendo las reformas estructurales, liberalizando mercados, vigilando la solidez de las entidades financieras, así como la sostenibilidad de las cuentas públicas, etc. En este contexto, el conjunto de emergentes podría fácilmente alcanzar el próximo año un crecimiento del PIB alrededor del 5,5%, un punto porcentual superior a la media de las últimas cuatro décadas.

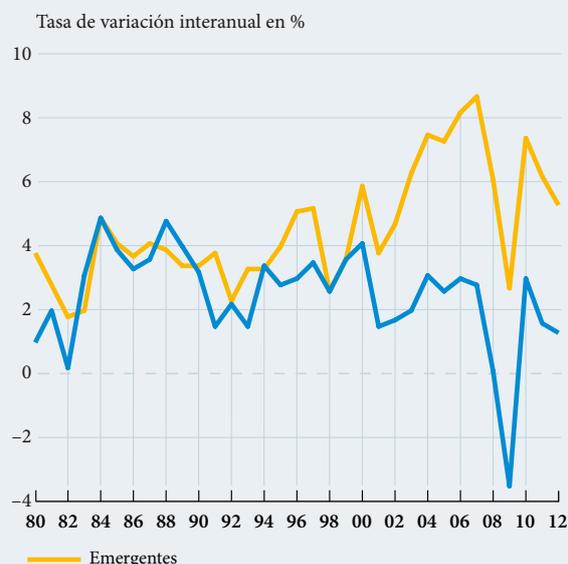
Por su parte, los factores de empuje se vislumbran igualmente propicios para los mercados emergentes. Como es bien sabido, los bancos centrales de los países desarrollados han respondido a la crisis con políticas monetarias ultraexpansivas. Los tipos de interés oficiales en Estados Unidos, Europa y Japón hace ya tiempo que se encuentran en el suelo material del 0% y permanecerán ahí no solo durante 2013, sino que por más tiempo, arrastrando a la baja la remuneración de los activos monetarios. Además, los diversos programas de compras de activos por parte de los bancos centrales (*quantitative easing*) han situado las tasas internas de rentabilidad de los bonos sobre-

CRECIENTE PROTAGONISMO DE LOS PAÍSES EMERGENTES EN LA ECONOMÍA MUNDIAL

Evolución del PIB nominal



Crecimiento del PIB real



FUENTE: Fondo Monetario Internacional.

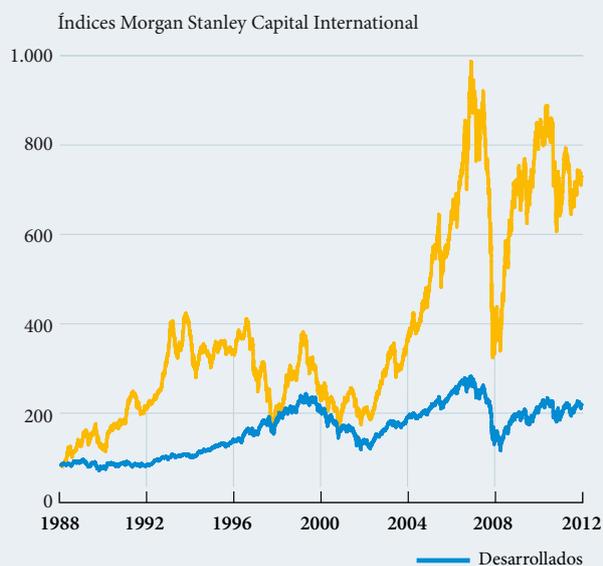
ranos y otros activos de elevada calidad en niveles excepcionalmente bajos, alentando entre los inversores internacionales la búsqueda de alternativas más rentables (*search for yield*). La expansión de la base monetaria ha sido enorme, y aunque los agregados más amplios (por ejemplo, M3) han crecido moderadamente, lo cierto es que las condiciones de liquidez global son y serán holgadas a lo largo de 2013. Los mercados emergentes han sido tradicionalmente grandes beneficiarios de esas situaciones, y ahora no debería ser una excepción.

Estrechamente ligado con la liquidez, el apetito por el riesgo constituirá también un pilar de apoyo para los mercados emergentes. De hecho, en este ámbito ha tenido lugar durante los dos últimos años una transformación de gran calado, que refuerza ese vaticinio. Durante décadas, habían exhibido un comportamiento muy procíclico: fuerte aumento de la afluencia de capital y rápidas revalorizaciones en las fases de incremento del apetito global por el riesgo, y desbandadas cuando disminuía. Los tres años que ya llevamos de intensos altibajos emocionales en los mercados internacionales (al hilo de la crisis de la eurozona y otros focos de tensión) han puesto de manifiesto un cambio a mejor en la percepción del riesgo del conjunto de activos emergentes entre los inversores. En parte por méritos propios, dados los progresos arriba mencionados en términos de los fundamentos, pero también se explica por un fenómeno global de escasez relativa de activos seguros, fruto de las duras crisis que han afectado a los títulos hipotecarios, bancarios y soberanos de múltiples países avanzados. El resultado es que los activos emergentes han avanzado muchas posiciones en el *ranking* internacional de seguridad y calidad, ocupando ahora lugares cómodos que les hacen menos vulnerables a los recurrentes cambios de ánimo de los inversores, que en cualquier caso deberían tender a contenerse.

Sobre este escenario de crecimiento elevado, mejor calidad percibida y liquidez abundante, no conviene sin embargo perder de vista las inevitables amenazas. La más importante sería la reproducción de un *shock* externo severo como el de 2008, que tiene como principal candidato a las tribulaciones de la eurozona. Su impacto podría ser

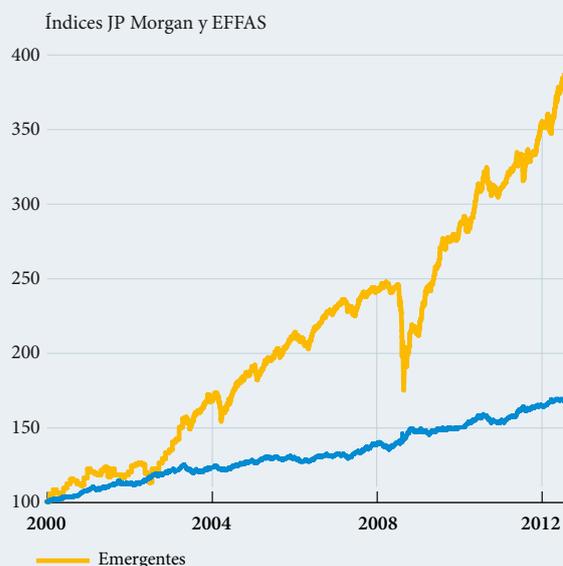
EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS BURSÁTILES

Diciembre 1988 = 100



EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS DE RENTA FIJA

Enero 2007 = 100



FUENTE: Bloomberg.

fuerte, pero su probabilidad es baja. Estos dos términos se invierten respecto a la eventualidad de que algún país débil del grupo de los emergentes tropiece. Países como Argentina, Vietnam y Hungría están entre los vulnerables, pero no disponen del calibre para generar una crisis sistémica en esta nueva era en la que las vías de contagio han sido, en buena medida, taponadas. Otro riesgo es el de un repunte sostenido de los precios de las materias primas, en especial las alimenticias, que podría desestabilizar el equilibrio macroeconómico y la paz social. La lista podría continuar, pero no empañaría las buenas perspectivas de los países emergentes de cara a 2013.

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

Xi Jinping encabeza un ejecutivo continuista.

China: afianzando la mejora

La nueva cúpula de líderes chinos entra en escena en el preciso momento en que los últimos indicadores coyunturales –producción industrial, inversión y exportaciones– confirman la reaceleración (modesta) del ritmo de actividad de la potencia asiática.

Según lo previsto, Xi Jinping tomó el relevo de manos de Hu Jintao como futuro presidente de China durante el XVIII Congreso Nacional del Partido Comunista. Junto a él, Li Keqiang, número dos y futuro primer ministro en sustitución de Wen Jiabao, y otros cinco miembros del

Partido Comunista (dos miembros menos que en la anterior legislatura) conformarán el Comité Permanente que regirá sobre el destino de la segunda economía mundial los próximos diez años. Ante el conservadurismo del nuevo ejecutivo, no esperamos grandes innovaciones en las líneas de actuación del gigante asiático. Así pues, las medidas económicas seguirán rigiéndose por el principio de cambios graduales hacia un modelo de crecimiento más equilibrado en el medio plazo.

Con el cambio de liderazgo de fondo, los últimos indicadores de oferta y demanda muestran signos de relativa robustez, impulsados, en buena parte, por las palancas

CHINA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2010	2011	2011		2012		
			IV	I	II	III	Octubre
PIB real	10,5	9,3	8,9	8,1	7,6	7,4	-
Producción industrial	15,7	13,7	12,8	11,6	9,5	9,1	9,6
Producción eléctrica	14,0	10,9	8,9	6,5	1,2	2,1	7,1
Precios de consumo	3,3	5,4	4,6	3,8	2,9	1,9	1,7
Balanza comercial (*)	184	155	155	158	181	198	213
Tipo de interés de referencia (**)	5,81	6,56	6,56	6,56	6,31	6,00	6,00
Renminbi por dólar	6,8	6,5	6,4	6,3	6,3	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.

fiscales –básicamente para estimular proyectos de inversión– y la relajación de la política monetaria retomada en el segundo trimestre. Por el lado de la oferta, destaca el dato de producción industrial, que, aunque todavía por debajo de sus niveles precrisis, mejoró respecto al tercer trimestre y avanzó un 9,6% interanual en octubre frente al 9,1% del trimestre. Asimismo, el consumo eléctrico, una medida más creíble de la producción industrial del país según algunos analistas, confirmó dicha mejora, con un avance sustancial respecto al registro de septiembre.

Asimismo, la nueva ronda de datos comerciales reforzó las noticias positivas que ya se esbozaban en septiembre. En particular, las exportaciones avanzaron un 11,6% interanual, muy por encima del 4,5% del tercer trimestre. Por su parte, las importaciones crecieron un 2,4% interanual frente al 1,4% trimestral. Ello sitúa el superávit comercial en el acumulado de los últimos doce meses (hasta octubre) en 212.000 millones de dólares (un 3% del PIB), frente a los 155.000 millones de dólares de 2011. A pesar de la reciente mejora del sector exterior, no se esperan grandes cambios en el débil ritmo de apreciación de la moneda china frente al dólar americano de los últimos meses (en torno al 1% hasta octubre).

En este entorno de reacceleración muy gradual, se valora muy positivamente el dato de inflación de octubre, del 1,7%, y sustancialmente inferior a la meta oficial del 4%, puesto que facilita la continuidad de las políticas expansivas si la coyuntura lo exige. Con todo, por ahora, la moderación de los precios y los buenos datos macroeconómicos nos llevan a revisar nuestra previsión de tipos de interés, dado que ya no contemplamos nuevos recortes en los próximos meses.

En definitiva, el programa de inversiones en infraestructuras y la gradual relajación monetaria han frenado la ralentización del

país alejando, así, los temores de un aterrizaje brusco de la economía. Por otra parte, el mercado laboral ha mostrado un fondo de resistencia en los meses de ralentización, y los ingresos de las familias, aunque a un ritmo más moderado, todavía crecen por encima de la inflación. Ante esta situación, es de prever que el ejecutivo, que ha rebajado su objetivo de crecimiento del 8% al 7,5%, siga apoyando la demanda interna, pero sin la necesidad de repetir los estímulos masivos promovidos durante la crisis financiera y económica global.

Brasil: leves indicios de mejora

En su paso por España, la presidenta de Brasil, Dilma Rousseff, defendió el dinamismo económico del país y alertó sobre los riesgos de la política de austeridad como única vía de salida a la crisis en la eurozona. De hecho, las autoridades brasileñas no han escatimado en el uso de palancas para apoyar a la economía durante los meses de ralentización, aunque a diferencia de la eurozona, en Brasil disponían de cierto margen en el ámbito fiscal pero, sobre todo en el flanco monetario. Así pues, entre otras medidas, destacan el plan de inversiones por valor de 53.000 millones de euros anunciado en agosto y los numerosos recortes del tipo de interés de referencia desde agosto de 2011 y que acumulan una rebaja total de 525 puntos básicos, llevando la tasa SELIC hasta el mínimo histórico del 7,25% actual.

Y aunque el esperado rebote todavía se resiste, los primeros indicios de mejoría, de momento leve, ya se vislumbran. A falta de los datos de crecimiento del PIB del tercer trimestre al cierre de este Informe, el índice de actividad económica, un buen indicador del comportamiento del PIB situaría el avance en torno al 1% respecto al trimestre anterior, por encima del 0,4% intertrimestral del segundo trimestre. Si se confirma, esta reacceleración del ritmo de

Repunte gradual del ritmo de actividad china con el cambio de liderazgo de fondo.

La inflación del 1,7% en octubre facilita la continuidad de políticas expansivas.

Los numerosos apoyos al crecimiento brasileño empiezan a surtir efecto.

BRASIL: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2010	2011	2011		2012		
			IV	I	II	III	Octubre
PIB real	7,5	2,7	1,4	0,7	0,5	...	...
Producción industrial	10,6	0,4	-1,8	-3,5	-4,4	-2,6	...
Confianza del consumidor (*)	159,7	156,4	155,2	164,3	163,5	158,4	161,4
Tasa de paro (**)	6,7	6,0	5,2	5,8	5,9	5,4	5,3
Precios de consumo	5,0	6,6	6,7	5,8	5,0	5,2	5,5
Balanza comercial (***)	20,1	29,8	29,8	29,1	23,9	22,5	21,8
Tipo de interés SELIC (%)	10,00	11,79	11,00	9,75	8,50	7,50	7,25
Reales por dólar (*)	1,78	1,63	1,86	1,83	2,01	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.

La balanza comercial se deteriora por el debilitamiento de las exportaciones de materias primas.

actividad cabe atribuirla al impacto de los estímulos sobre determinados componentes del gasto interno. Aun así, el sector exterior también esboza cierta mejoría y, si bien el superávit comercial de octubre se ha deteriorado, por la caída de las exportaciones de materias primas, las exportaciones de semimanufacturas y manufacturas alcanzaron su nivel más alto desde que existen registros, dando muestras de mejoras en la competitividad externa de los bienes industriales. Todo apunta a que el freno apreciatorio del real impulsado por el banco central del país y las políticas proteccionistas de soporte a las exportaciones han tenido mucho que ver. En este mismo sentido, el índice de gestores de compras (PMI) computado por Markit ha subido en octubre, situándose por encima de los 50 puntos, y sugiriendo, por tanto, que la tónica expansiva se mantendrá.

Por el contrario, la producción industrial y el mencionado índice de actividad económica han retrocedido en septiembre, después de tres meses seguidos de crecimiento intermensual. Esta contraposición entre los distintos indicadores coyunturales es bastante frecuente en las situaciones

de inflexión cíclica, cuando el ciclo toca su mínimo y empieza a recuperarse. Y eso es justamente lo que esperamos que suceda en los próximos trimestres en la primera economía de América Latina. Con todo, el pobre registro de la primera mitad de año –del 0,6% interanual– situará el cómputo total del año en torno a un avance del 1,5%.

México: moderación prevista

A medida que avanza 2012, se va materializando la prevista moderación mexicana. La segunda economía latinoamericana frenó su ritmo de expansión en el tercer trimestre de 2012, con un avance del 3,3% interanual, frente al 4,4% del trimestre anterior. En términos intertrimestrales, el crecimiento fue del 0,5%, por debajo del 0,8% del segundo trimestre. La desaceleración de la producción industrial de Estados Unidos, principal socio comercial del país, y el agotamiento de los efectos del gasto gubernamental extraordinario propio del periodo electoral están detrás de la ralentización. Por otra parte, la renovada debilidad de la demanda global y la incertidumbre fiscal en Estados Unidos augu-

México modera levemente su crecimiento con un avance del 3,3% interanual en el tercer trimestre de 2012.

MÉXICO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2010	2011	2012				Octubre
			IV	I	II	III	
PIB real	5,3	3,9	3,9	4,9	4,4	3,3	...
Producción industrial	6,1	4,0	4,0	4,0	4,1	4,0	...
Confianza del consumidor (*)	86,3	91,7	90,3	94,1	96,4	96,8	94,9
Índice avanzado de actividad (*)	116,8	121,6	123,6	125,0	126,1	126,9	...
Tasa de paro (**)	5,4	5,2	4,8	5,0	4,8	5,1	...
Precios de consumo	3,9	3,2	3,5	3,9	3,9	4,6	4,6
Balanza comercial (***)	-3,0	-1,5	-1,5	-1,6	-1,3	1,4	1,9
Tipo de interés oficial de Banxico (%)	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50
Pesos mexicanos por dólar (*)	12,33	11,90	13,94	12,81	13,43	12,87	13,09

NOTAS: (*) Valor.

(**) Porcentaje sobre población activa.

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

FUENTES: Banco de México y elaboración propia.

ran la continuidad de dicha moderación en el cuarto trimestre. Con todo, el buen registro de la primera mitad del año –que se revisó al alza desde el ya robusto 4,3% interanual al 4,7%– mantiene la previsión de crecimiento para el cómputo total de 2012 en torno al 3,8%, muy por encima del de la mayoría de grandes economías mundiales.

En el ámbito de los precios, ayudarán a contener las tensiones inflacionistas: la moderación en la demanda doméstica y la debilidad global, la temporalidad de los choques de oferta que han afectado a los precios de los alimentos –la sequía estadounidense y el brote de gripe aviar–, y las ancladas expectativas de la inflación subyacente. En particular, la inflación se desaceleró en octubre hasta el 4,6% desde el máximo anual del 4,8% de septiembre. Así pues, ante la leve moderación de precios, se espera que Banxico se mantenga en el modo de «pausa monetaria» actual hasta mediados de 2013, a pesar de haber expresado mayor cautela ante una tasa inflacionaria que ya supera el límite superior a la meta oficial del 3% ±1%.

En este contexto, el mayor reto del recientemente electo presidente, Enrique Peña Nieto, sigue siendo impulsar el programa de reformas estructurales pendientes, para asegurar un mayor potencial de crecimiento en el medio y largo plazo. En este sentido, la reforma laboral presentada y aprobada por el Congreso a finales de septiembre, con el objetivo de ganar flexibilidad y modernizar el obsoleto entramado legal, se ha quedado a medias en el Senado, limitando los beneficios tanto de trabajadores como de empresas. Concretamente, el Senado revalidó las importantes medidas de flexibilidad, pero vetó las cláusulas que pretendían democratizar el anticuado y autoritario modelo sindical. Con todo, después de cuarenta años de inmovilidad en las estructuras laborales, la aprobación parcial del Senado es sintomática de que las tan necesitadas reformas estructurales en el ámbito fiscal y de seguridad pública también son posibles.

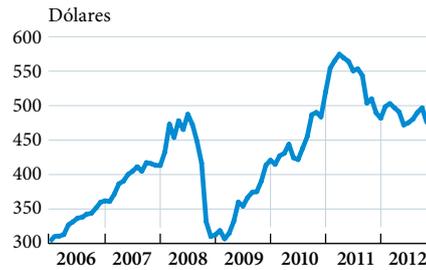
Aprobación parcial de la reforma laboral.

Repunte moderado del petróleo

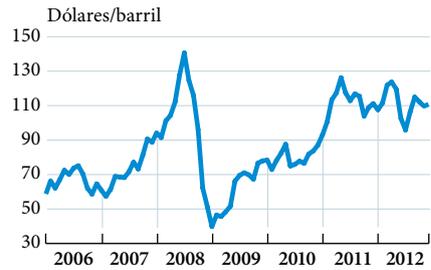
El petróleo se encareció, interrumpiendo su tendencia bajista de las últimas sema-

EVOLUCIÓN DE MATERIAS PRIMAS SELECCIONADAS (*)

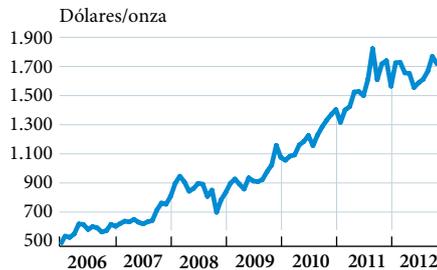
Índice CRB



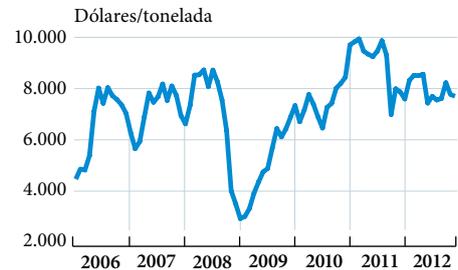
Petróleo Brent



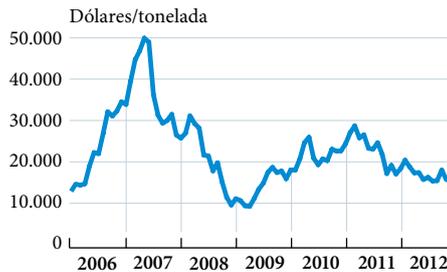
Oro



Cobre



Níquel



Trigo



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

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

Las tensiones en Oriente Medio interrumpen la bajada del precio del petróleo.

nas. Entre el 22 de octubre y el 22 de noviembre, el precio del crudo ganó un mínimo 0,4%, quedándose en los 110,30 dólares por barril (calidad Brent, para entregas a un mes). La reacción alcista se concentra en las últimas dos semanas y viene a compensar unos inicios marcadamente a la baja. El petróleo se sitúa así un 3,0% por encima del nivel de inicios de año y gana un 2,9% respecto al nivel de hace un año.

Las últimas tensiones geopolíticas en Oriente Medio han tenido un efecto más limitado que otras veces. Sin embargo, esto ha sido suficiente para interrumpir

una tendencia bajista que se fundamentaba en el incremento de producción de Arabia Saudita, el principal productor mundial, y en la debilidad de la demanda global.

La evolución del precio del resto de las materias primas se ha desligado de la evolución del crudo manteniendo una tendencia bajista que se corresponde con cierta desaceleración de las economías emergentes, notablemente la India, y con una China cuya industria ha perdido cierto apetito por las materias primas, a pesar de mantener un crecimiento vigoroso.

UNIÓN EUROPEA

La zona del euro sigue en retroceso

Siguen las discrepancias en el seno de la Unión Europea sobre temas clave como garantizar la sostenibilidad de la deuda griega o las negociaciones sobre el presupuesto comunitario para 2014-2020. Estas divergencias de opinión entre los distintos Estados miembros, así como la dilación en adoptar decisiones, no ayudan a reducir la elevada incertidumbre que pesa sobre las perspectivas económicas de la zona del euro. Así, el PIB del tercer trimestre para el conjunto de la zona del euro se mantuvo prácticamente estancado, con un retroceso del 0,1% intertrimestral, lo que sitúa la tasa de crecimiento interanual en el -0,6%. Con este dato llevamos ya un año sin anotar una tasa de crecimiento

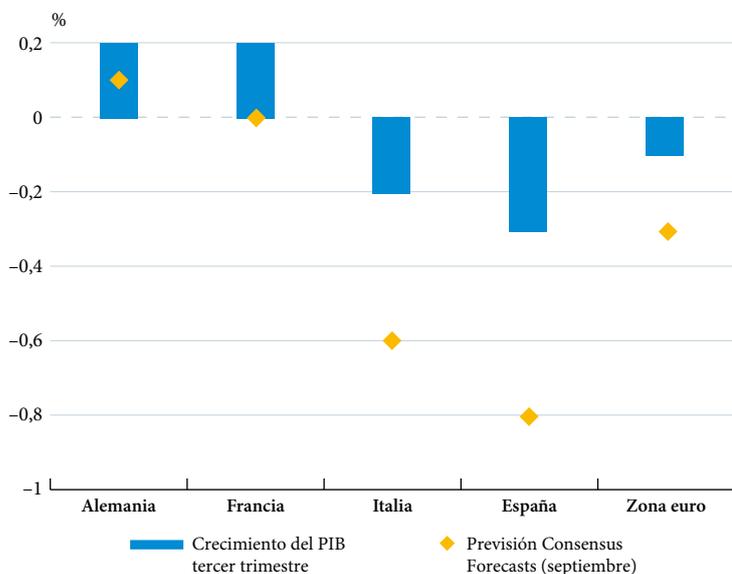
positiva, y todo apunta a que la contracción en el cuarto trimestre será más acusada.

La evolución por países muestra grandes divergencias, pues la crisis está afectando de forma muy desigual a la periferia y al centro. Destaca el importante descenso de la economía portuguesa, con un retroceso del 0,8% intertrimestral. España e Italia también presentaron tasas negativas, del -0,3% y -0,2% intertrimestral, respectivamente. A pesar de haber experimentado una caída de la actividad, esta fue menor de lo esperado por el consenso de analistas, tal y como se puede observar en el gráfico siguiente. Por su lado, Alemania y Francia presentaron un avance del 0,2% intertrimestral en ambos casos, unos re-

La tasa de crecimiento interanual del PIB es del -0,6% en el tercer trimestre.

EL PIB DEL TERCER TRIMESTRE SORPRENDE POSITIVAMENTE

Crecimiento del PIB del tercer trimestre y previsión de Consensus Forecasts en septiembre



FUENTES: Eurostat y Consensus Forecasts.

Los indicadores adelantados apuntan a que la recesión se intensificará en el cuarto trimestre.

gistros que también fueron ligeramente mejores de lo esperado. Así, los países del núcleo han mostrado hasta el momento unos fundamentales relativamente sólidos, que les permiten seguir creciendo en un entorno claramente desfavorable. Sin embargo, los indicadores adelantados del cuarto trimestre apuntan a que su capacidad de resistencia se podría estar agotando y probablemente la caída del PIB podría afectar, esta vez sí, a estas economías.

Así, para el cuarto trimestre se prevé que la recesión de la zona del euro se podría acelerar ligeramente. El índice de gestores de compras PMI de noviembre se situó en los 45,7 puntos, claramente por debajo del promedio de 46,2 puntos registrado en el tercer trimestre. Este descenso fue resultado del mal comportamiento del índice del sector servicios, que cayó hasta los 45,7 puntos en noviembre, el peor dato desde julio de 2009. Por el contrario, el índice del sector de manufacturas mejoró ligeramente respecto a los meses anteriores, situándose en 46,2 puntos, pero sigue muy por debajo de los 50 puntos, valor que delimita la expansión y contracción de la actividad. Por su lado, el índice de sentimiento económico (ESI) disminuyó por octavo

mes consecutivo, aunque la caída de octubre fue menor que la registrada en meses anteriores.

Los indicadores de demanda del cuarto trimestre también mostraron señales de debilidad. La confianza de los consumidores en noviembre retrocedió de nuevo hasta un valor de -26,9, con lo que acumula una caída de casi 8 puntos entre marzo y noviembre, situándose en valores similares a los de mayo de 2009. Todo ello apunta a una contracción del PIB más acusada en el tramo final del año.

En línea con este debilitamiento de la actividad, la Comisión Europea ha revisado a la baja las previsiones de crecimiento del PIB para el próximo año en todos los países de la zona del euro. Desde la última publicación de previsiones de primavera, se ha revisado el crecimiento de la zona euro 9 décimas a la baja, de manera que en conjunto se prevé que crezca un mero 0,1% en 2013. Como era de esperar, la revisión es más acusada en los países periféricos, como Portugal y España, que seguirán con tasas de crecimiento negativas del -1,0% y del -1,4%, respectivamente. Estos países deberán esperar a 2014 para volver a cre-

ZONA DEL EURO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2010	2011	2012				
			IV	I	II	III Octubre	
PIB	1,9	1,5	0,6	0,0	-0,4	-0,6	...
<i>Alemania</i>	4,0	3,1	1,9	1,2	1,0	0,9	...
<i>Francia</i>	1,6	1,7	1,1	0,2	0,1	0,1	...
<i>Italia</i>	1,8	0,6	-0,5	-1,4	-2,4	-2,4	...
<i>España</i>	-0,3	0,4	0,0	-0,7	-1,4	-1,6	...
Ventas al por menor	0,9	-0,6	-1,4	-1,1	-1,7	-1,1	...
Confianza del consumidor (*)	-14,2	-14,6	-20,6	-20,0	-19,7	-24,0	-25,7
Producción industrial	7,4	4,6	-0,3	-1,8	-2,4	-2,2	...
Sentimiento económico (*)	100,5	101,0	93,6	94,1	91,1	86,4	84,5
Índice de actividad empresarial Ifo (*)	107,8	111,3	106,9	109,2	107,2	102,3	100,0

NOTA: (*) Valor.

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

cer. Por otro lado, los países del núcleo, como Francia o Alemania, retornarán a tasas de crecimiento positivas en 2013, del 0,4% y 0,8%, respectivamente.

Estas previsiones están en línea con los resultados de la encuesta del Banco Central Europeo a expertos en previsión económica correspondiente al tercer trimestre de 2012. Estos muestran que en promedio las expectativas de crecimiento del PIB de la eurozona para 2012, 2013 y 2014 se han revisado a la baja. Concretamente, en 0,2 puntos porcentuales, hasta el -0,5% para 2012, en 0,3 puntos porcentuales, hasta el 0,3% para 2013, y en 0,1 puntos porcentuales, hasta el 1,3% para 2014. Las principales razones citadas para tales revisiones son la mayor persistencia de la incertidumbre, así como el mantenimiento de las medidas de

intensificación de consolidación fiscal en algunos países de la zona euro.

A pesar de estos ajustes a la baja de las previsiones, la Comisión señala dos elementos que confieren un optimismo moderado para la evolución futura. En primer lugar, los avances en política económica, como la unión bancaria o el anuncio de las operaciones monetarias de compraventa por parte del Banco Central Europeo, ayudaron a reducir de forma significativa los escenarios más pesimistas y relajaron las tensiones en los mercados. En segundo lugar, los esfuerzos de consolidación fiscal y la corrección de desequilibrios están contribuyendo a mejorar la competitividad. Ello permitirá recuperar la confianza sobre el potencial de crecimiento a largo plazo de la zona del euro.

La Comisión Europea prevé una recuperación a dos velocidades para 2013.

Eurozona: diecisiete países, un destino

Ha transcurrido exactamente un año desde que, en esta misma publicación, se abogaba por diagnosticar correctamente el origen de la crisis de deuda europea, distinguiendo las causas de fondo de las inmediatas, y atajarlas mediante remedios y no parches. Mucho ha llovido desde entonces, para bien y para mal. Para bien, las instituciones del euro y los gobiernos de los países miembros han dejado claro, por la vía de la acción, que su compromiso con la moneda única es irrevocable; que tienen identificada la raíz de sus problemas; y que son conscientes de que enmendarlos exige reforzar los cimientos de la unión. El siguiente paso es obvio: fijar la dosis y empezar a tomarse el remedio. Entonces, ¿qué explica la tardanza?

Pues, que todo lo que tiene de obvio, lo tiene de complicado. Reforzar los cimientos de la unión no es trivial: requiere cambios institucionales y cesiones de soberanía nacional que son políticamente muy costosas. Como es de esperar, dichas concesiones conllevan un proceso de negociación que, por su naturaleza, se anticipa largo, gradual y con turbulencias. Tanto o más cuando no hay una entente clara acerca del modelo de unión al que nos dirigimos. Por lo tanto, lo primero que cabe acordar es qué cimientos se deben tocar y en qué medida.

Desde su concepción, se ha sabido que la UEM distaba de lo que la teoría económica vino a definir como un «área monetaria óptima». Concretamente, pecaba de: una integración económica incompleta, sobre todo en lo referente al mercado de trabajo; de rigideces en precios, salarios y estructuras que complicarían el ajuste ante un *shock* externo que afectara asimétricamente a distintos Estados miembros; y de la carencia de un sistema de presupuesto integrado o de mutualización de riesgos fiscales y/o financieros que permitiera compensar las dos limitaciones anteriores. La persistencia e intensidad de las tensiones y las dudas acerca de la viabilidad de la moneda única obligan a actuar sobre estos tres ejes.

Por razones culturales e idiomáticas, el margen de mejora en términos de movilidad del trabajo es limitado y tomará décadas. Ello explica que los esfuerzos se centren en los otros dos frentes: reformar los estamentos institucionales a nivel de país y completar los cimientos de la propia UEM. Por un lado, los países de la periferia europea están inmersos en procesos de ajustes y reformas estructurales que pretenden dotar a sus economías de una mayor flexibilidad y disciplina macroeconómica. Por otro, los últimos consejos europeos han empezado a trazar una hoja de ruta para reforzar la unión monetaria, primero, con una unión bancaria y, más adelante, con avances hacia una unión fiscal.

Aunque inacabada, dicha hoja de ruta ya está en fase de ejecución: en la cumbre de octubre, se acordó la implementación de la primera pata de la unión bancaria, un mecanismo único de supervisión del sector bancario europeo que pretende estar en marcha antes del 1 de enero de 2013 y que debería cortocircuitar el vínculo vicioso entre riesgo soberano y riesgo bancario mediante la recapitalización directa de la banca. Por otra parte, en diciembre está previsto un informe de los cuatro presidentes (CE, Eurogrupo, BCE, Consejo Europeo) detallando los siguientes avances hacia una mayor integración fiscal.

Hasta aquí se mantiene el consenso y todo el mundo ha empezado a hacer sus deberes –ni que sea empujados por el sentido de urgencia que han impuesto las agudas tensiones financieras y el efecto contagio entre países–. Las

SHOCK ASIMÉTRICO, DEBILIDAD GENERALIZADA

Perspectivas de crecimiento del PIB en 2013 (en %)



FUENTES: Previsiones propias para España, Alemania, Francia e Italia; el resto, de la Comisión Europea y elaboración propia.

diferencias surgen, empero, al fijar dosis y prioridades y derivan, fundamentalmente, de cierta contraposición entre la visión alemana y la visión francesa. La primera está enfocada en el largo plazo y es más ambiciosa en el grado de integración (económica y política) al que aspira. Por ello, exige una mayor disciplina y coordinación de las políticas económicas de los Estados miembros a cambio de respaldar la mutualización de riesgos fiscales y financieros. La visión francesa, en cambio, aboga por un modelo de unión más modesto, principalmente, por ser reacia a excesivas cesiones de soberanía. Desde este punto de vista, la mutualización de riesgos financieros vía unión bancaria sería suficiente para dar mayor robustez a la UEM, viéndose innecesaria, o incluso redundante, la unión fiscal.

Estos desencuentros, obvios y públicos, y que han derivado, a menudo, en cambios de postura (como por ejemplo en lo relativo a la recapitalización directa de la banca española, acordada en la cumbre de junio y cuestionada en la de octubre) suscitan dudas acerca de la implementación de la hoja de ruta y dañan la credibilidad de las autoridades europeas. El «donde dijo digo, digo Diego» se lleva por delante todo atisbo de confianza. De hecho, dichos titubeos y el recelo sobre el éxito de la política de austeridad explican, en parte, las reticencias del Gobierno español a solicitar una línea de crédito preventiva al MEDE.

Y lo cierto es que no hay margen para las dudas. Está en juego no solo una moneda, sino un proyecto que lleva años fraguándose. En el que se ha invertido un enorme capital económico y político. Está en juego el bienestar de varias generaciones de europeos. Está en juego la relevancia geopolítica de Europa en el futuro. Todos los países del euro deben ser conscientes de que una ruptura del euro, traumática o no, tendría consecuencias dramáticas para todos: centro y periferia. Por sus actuaciones en el transcurso de esta crisis, nos consta que lo son: cuando las tensiones los han llevado a mover ficha, todos lo han hecho en la dirección correcta, más Europa, más solidez. Por lo tanto, el primer ingrediente para la viabilidad del euro está presente: un interés común.

Con todo, pensar en negativo no es la ruta que ofrece más garantías para sacar a la eurozona del pozo en el que (ella misma) se ha metido. Como en cualquier relación que se precie duradera, la mejor receta de éxito combina tres elementos: un interés común, confianza y empatía. Lo primero, pues, es reconciliar las diferencias en visiones y articular ese proyecto futuro que ha de ilusionar a todos. Aun así, por sí solo, no será suficiente. Ese proyecto, además de ilusionar, debe ser creíble, porque alcanzarlo llevará tiempo; y comportará sacrificios. Unos sacrificios que solo adquieren sentido si el objetivo vale la pena y es creíble.

Establecer la credibilidad de dicho proyecto exigirá confianza mutua y empatía. Confianza de la periferia en que la estrategia de resolución de la crisis que se impulsa es la más adecuada y en que, en todo caso, si se comprometen a ella, el apoyo de sus socios se mantendrá durante el proceso de ajuste. Confianza del centro en la voluntad de la periferia de corregir sus desequilibrios y en que no se echarán atrás una vez la situación se estabilice. Confianza en que las concesiones en términos de soberanía y la asunción de riesgos compartidos serán equiparables y justas. Y forjar esa confianza exigirá un compromiso firme con el proyecto común pero, sobre todo, empatía; esa maravillosa palabra que significa ser capaz de ponerse en la piel del otro. Los gobiernos y ciudadanos del centro deben entender que los desequilibrios macroeconómicos en la periferia no son enteramente atribuibles a la prodigalidad de sus gobiernos y ciudadanos, que los ajustes que se les exige son dolorosos y que su asunción ya denota compromiso. Los de la periferia también deben comprender que la consolidación fiscal y la competitividad es una estrategia de estabilidad y bienestar futuro y no una obsesión alemana; que sus conciudadanos del centro ya les están ayudando, invirtiendo parte de sus impuestos en el proyecto europeo; que lo que piden son garantías de que la inversión vale la pena y de que no se abusará de su solidaridad. Dicha empatía es clave para cohesionar, agilizar el proceso de negociación y, en última instancia, resolver la crisis.

Se ha comparado la UME a un matrimonio que afronta su primera gran crisis y, como en toda asociación, el desenlace solo depende de la solidez de sus puntales. Los países del euro han demostrado estar convencidos de que el futuro es más y no menos unión; con añadir confianza y una buena dosis de empatía, el devenir de la eurozona quedará blindado.

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

La situación del mercado laboral se agrava

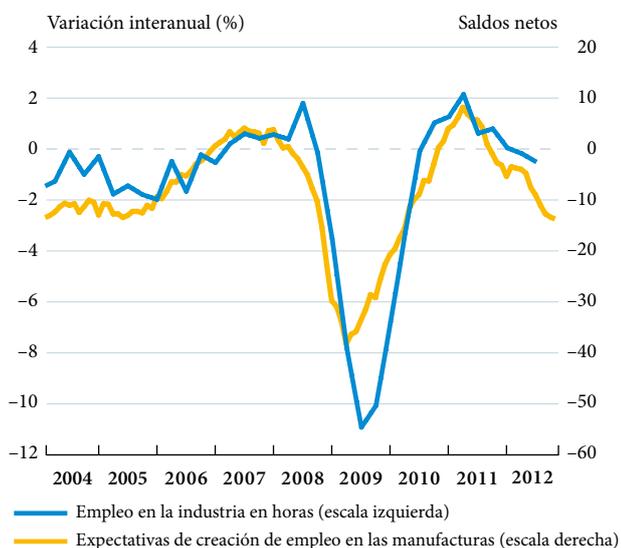
La tasa de paro aumenta una décima en septiembre, hasta el 11,6%.

El mercado de trabajo de la zona del euro sigue deteriorándose en consonancia con la debilidad de la actividad económica. La tasa de desempleo se situó en el 11,6% en el mes de septiembre, un máximo histórico. Las perspectivas no son halagueñas, pues los indicadores adelantados anticipan una nueva contracción del empleo en los distintos sectores de actividad.

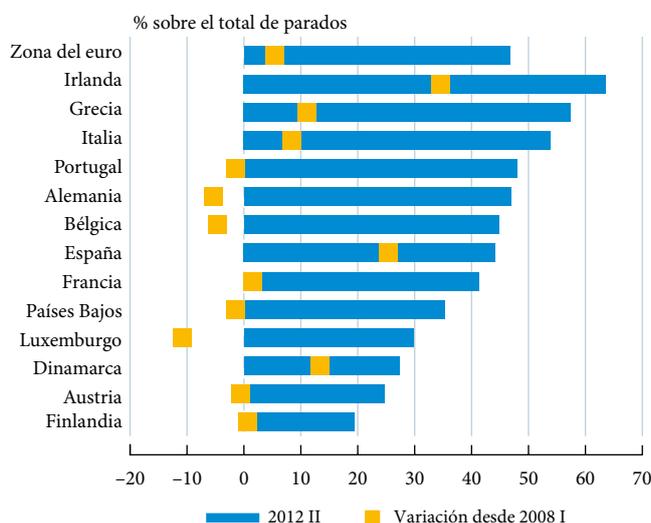
Así, la encuesta de octubre de la Comisión Europea sobre la intención de contratar trabajadores en los próximos tres meses indica una contracción más acusada en el sector servicios que en el manufacturero, en línea con los índices de gestores de compras PMI. El retroceso en el sector de los servicios fue de 1,6 puntos, y se situó en -5,7, un registro que no se alcanzaba desde noviembre de 2009. Por lo que respecta al índice del sector manufacturero, este descendió casi medio punto, hasta los -13,7. No todos los países de la zona del euro ex-

EL DETERIORO DEL MERCADO DE TRABAJO INCIDE SOBRE EL PARO DE LARGA DURACIÓN

Indicadores de empleo (*)



Desempleo de larga duración (**)



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).

(**) La tasa de paro de larga duración se calcula dividiendo el total de parados de larga duración (más de un año) por el número total de parados.

FUENTES: Eurostat, encuestas de opinión de la 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		
			IV	I	II	III	Octubre
Empleo							
Personas	-0,5	0,3	-0,1	-0,5	-0,6	...	...
Horas	0,0	0,2	-0,1	-0,7	-0,8	...	...
Expectativas de creación de empleo (*)							
Manufacturas	-7,7	2,6	-3,7	-3,7	-7,1	-12,3	-13,7
Servicios	1,5	6,3	3,2	3,0	-2,9	-3,9	-5,7
Costes laborales unitarios por países							
Zona del euro	-0,7	0,9	1,5	1,5	1,4	...	...
Alemania	-1,0	1,3	2,2	2,5	2,5	...	...
Francia	0,7	1,6	2,1	2,2	1,8	...	...
Italia	-0,5	0,8	1,1	1,1	1,4	...	...
España	-2,0	-1,5	-1,4	-1,5	-2,2	...	...
Tasa de paro por países (**)							
Zona del euro	10,1	10,2	10,6	10,9	11,3	11,5	...
Alemania	7,1	5,9	5,6	5,6	5,5	5,4	...
Francia	9,7	9,6	9,8	10,0	10,3	10,7	...
Italia	8,4	8,4	9,2	10,0	10,5	10,7	...
España	20,1	21,7	23,0	23,8	24,7	25,5	...

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.

perimentaron el mismo nivel ni evolución de estas variables. Entre los grandes, Francia tuvo el peor resultado en el sector industrial, -20,8 puntos, mientras que España estuvo en la cola en el de los servicios, con un valor negativo de 11,4 puntos.

Uno de los aspectos más preocupantes del deterioro del mercado de trabajo es el incremento del paro de larga duración, al ser este el colectivo que tiene mayores dificultades para la reinserción laboral. En el segundo trimestre de 2012 representó el 46,6% del total de desempleados. La divergencia entre países también es notoria por lo que respecta a la evolución de esta variable. Tal y como pone de manifiesto el gráfico anterior, el porcentaje de desempleo de larga duración sobre el total de parados

es muy dispar. Desde el 19,4% en Finlandia hasta el 67,4% en Irlanda. Asimismo, no todos los países vieron crecer esta ratio en el transcurso del periodo recesivo, ya que mientras en algunos se mantuvo prácticamente inalterada, o incluso se redujo, como en Luxemburgo, en otros escaló más de 20 puntos, como en España o Irlanda.

Precios contenidos en la zona del euro

El índice de precios de consumo armonizado (IPCA) del mes de octubre en la zona del euro aumentó un 0,2% intermensual, mientras que la variación interanual descendió una décima hasta el 2,5%. La inflación subyacente, excluidas la energía y la alimentación, repitió el registro del mes

El desempleo de larga duración sobrepasa el 46,6% sobre el total de parados.

La inflación en la eurozona se reduce una décima hasta el 2,5% interanual.

anterior del 1,6% interanual. La lectura del dato ha de ser benigna, pues tanto la inflación subyacente como la general se mantienen en niveles relativamente bajos. Aunque es cierto que la tasa de inflación es elevada si se tiene en cuenta el entorno de debilidad económica en la zona del euro, también es cierto que ello se debe, en gran medida, al impacto del aumento, en algunos países, de impuestos y tasas. No es, por lo tanto, indicativo de presiones inflacionistas.

Durante el mes de octubre, las dos clases de gasto que presentaron crecimientos intensos en sus precios fueron vestido y calzado, y educación. En ambos casos, registraron crecimientos intermensuales del 2,2%. En el primer caso el incremento fue debido al cambio de temporada, pero fue inferior al mismo periodo del año pasado, por lo que la inflación interanual de vestido y calzado se redujo del 1,6% al 1,2%. En cambio, el incremento de tasas académicas fue sustancial, pues la inflación interanual del epígrafe de enseñanza subió del 0,5% al 3,0%. Esta clase de gasto tiene un peso en la cesta de los consumidores del 1,0%, por lo que a pesar del fuerte aumento no ha repercutido con severidad en el IPCA.

Estas presiones inflacionistas fueron más que contenidas por las caídas intermen-

suales en precios del transporte (-0,6%), comunicaciones (-0,4%), ocio y cultura (-0,3%) y, finalmente, hoteles y restaurantes (-0,3%). Además, los precios de la energía dieron un respiro, en el mes de octubre, con una caída intermensual del 0,5%. Esto reflejó la tendencia de contención de los precios del crudo iniciada en septiembre y continuada en el mes de octubre.

Por países, se mantiene la estabilidad de precios en Francia y Alemania. En ambos casos, la inflación general fue de un 2,1% interanual. Es importante destacar la caída en Italia, cuya inflación baja seis décimas, concretamente hasta el 2,8% interanual. Dos son los motivos que explican este descenso. En primer lugar, se percibe una reducción generalizada de casi todas las clases de gasto. Este movimiento está influenciado por la fuerte debilidad de la actividad económica. Adicionalmente, desaparece el efecto de la subida del impuesto sobre el valor añadido (IVA) del 20% al 21% experimentada en octubre de 2011. En cambio, en España sube una décima hasta alcanzar el 3,5%, nivel que se explica, fundamentalmente, por la subida impositiva del IVA del mes de septiembre y la entrada en vigor de un incremento de tasas en la enseñanza en octubre.

Prevedemos una tendencia bajista de la inflación en los próximos meses.

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		
			IV	I	II	III	Octubre
Zona del euro							
IPCA	1,6	2,7	2,9	2,7	2,5	2,5	2,5
IPCA subyacente	1,0	1,7	2,0	1,9	1,8	1,7	1,6
Índices de precios de consumo armonizado de los principales países							
Alemania	1,1	2,5	2,7	2,4	2,1	2,1	2,1
Francia	1,7	2,3	2,6	2,6	2,3	2,3	2,1
Italia	1,7	2,9	3,8	3,6	3,6	3,4	2,8
España	2,0	3,1	2,7	1,9	1,9	2,8	3,5

FUENTE: Thomson Reuters Datastream.

Para el conjunto de la zona del euro, la inflación interanual prevista para los próximos meses presenta una ligera tendencia bajista y, de hecho, a mediados del año que viene podría situarse por debajo del 2%, como reconoce el propio Banco Central Europeo.

El superávit corriente continúa sin encontrar techo

El sector exterior ha sido el principal soporte de la economía de la zona del euro durante la primera mitad de 2012. De acuerdo con las previsiones de la Comisión Europea, la demanda externa mantendrá su contribución positiva a la evolución del producto interior bruto (PIB) tanto en el segundo semestre de 2012 como en 2013. En este contexto, esperamos que el superávit corriente mantenga la trayectoria creciente registrada durante los últimos meses para alcanzar nuevos máximos desde el inicio de la zona del euro.

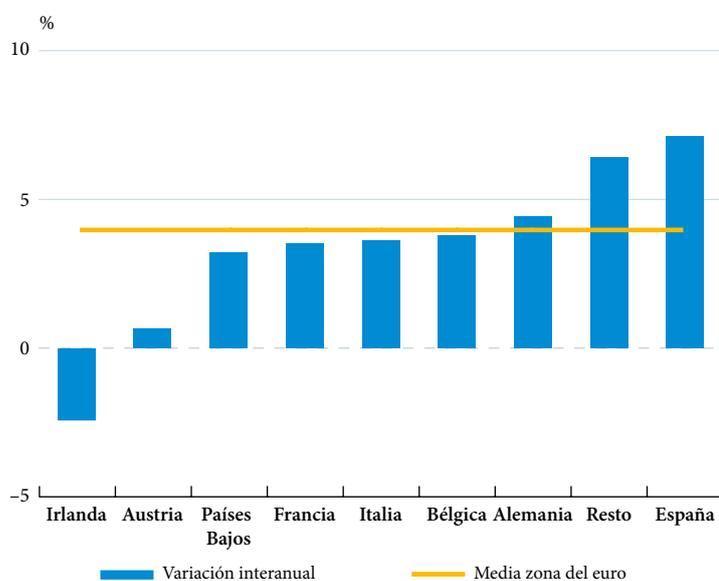
De hecho, el buen comportamiento de las exportaciones elevó el saldo corriente de la eurozona acumulado durante los últimos doce meses, hasta los 74.611 millones de euros en septiembre. Esta cifra contrasta con el déficit de 5.556 millones de euros que presentaba un año atrás. El análisis de los componentes de la balanza de pagos muestra que esta mejora respondió al aumento del superávit de la balanza de bienes y, en menor medida, de la de servicios.

Sin embargo, este buen comportamiento de las exportaciones de bienes fuera de la zona del euro no fue homogéneo entre los países miembros. Esta discrepancia queda reflejada en el gráfico siguiente, que muestra la tasa de variación interanual de las exportaciones nominales, fuera de la zona del euro, acumuladas durante los doce meses hasta julio de 2012. Como se puede observar, las exportaciones españolas, alemanas y de los países más pequeños de la zona del euro crecieron un 7,1%, un 4,4% y un 6,4% interanual, respectivamente. Estos aumentos se sitúan por encima de la

La demanda externa seguirá contribuyendo al crecimiento del PIB en 2013, según las previsiones de la Comisión Europea.

LA EVOLUCIÓN DE LAS EXPORTACIONES DE BIENES PRESENTA DIFERENCIAS ENTRE PAÍSES

% de variación interanual de las exportaciones de bienes acumuladas durante los últimos doce meses hasta julio de 2012 fuera de la zona del euro



FUENTES: Fondo Monetario Internacional y elaboración propia.

SECTOR EXTERIOR

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

	2010	2011	2011	2012			
			IV	I	II	III	Octubre
Zona del euro							
Importaciones	21,6	14,0	6,5	4,0	1,2	0,1	-
Exportaciones	20,1	13,3	9,2	8,5	8,1	7,4	-
Balanza comercial (1)	0,7	-9,2	-11,5	6,8	36,6	68,1	-
Saldos corrientes (2)							
Zona del euro	0,0	0,1	0,1	0,3	0,6	0,9	-
<i>Alemania</i>	6,0	5,7	5,7	5,7	6,1	6,3	-
<i>Francia</i>	-1,6	-2,0	-2,0	-1,9	-2,0	-2,0	-
<i>Italia</i>	-3,5	-3,1	-3,1	-2,5	-1,8	-1,8	-
<i>España</i>	-4,5	-3,5	-3,5	-3,4	-3,2	-	-
Tipo de cambio euro/dólar (3)	1,33	1,40	1,35	1,32	1,30	1,25	1,29
Tipo de cambio efectivo nominal del euro (4)	103,7	103,4	102,1	99,4	98,2	95,9	97,80

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.

El crecimiento de las exportaciones de España y Alemania se coloca por encima de la media de la zona del euro en julio.

media de la zona del euro, del 4,0% interanual. En cambio, el crecimiento en otros países como Francia o Italia se colocó por debajo de la media. Destaca, sin embargo, el caso de Irlanda, cuyas exportaciones fuera de la zona del euro retrocedieron un 2,4% interanual.

Por lo que respecta a las exportaciones de bienes del cuarto trimestre, esperamos que mantengan un buen ritmo de crecimiento durante los últimos meses. Ello y la posible ralentización de las importaciones de bienes, fruto de la mayor debilidad de la demanda europea a finales de año, podría mantener la senda de crecimiento del superávit corriente durante los próximos meses.

Como consecuencia de este incremento paulatino del superávit corriente, la capacidad de financiación de la zona del euro ha aumentado considerablemente. Si tomamos como referencia las transacciones realizadas durante los últimos doce me-

ses, la capacidad de financiación a septiembre se situaba en los 86.202 millones de euros frente a los 990 millones del año anterior. De este modo, la salida de capital de la zona del euro para financiar proyectos en el exterior supera a la entrada. Un claro ejemplo es la evolución de la inversión directa entre abril y septiembre de 2012. Así, en este periodo, la inversión directa del exterior en la zona del euro alcanzó los 77.100 millones de euros, una cifra nada desdeñable, pero inferior a la inversión directa de los residentes en la zona del euro en el exterior, que alcanzó los 115.000 millones de euros en el mismo periodo.

Sector público y gobernanza

En 2012 se han cumplido tres años desde el inicio de la crisis de la deuda soberana europea. Lo que empezó con una intensa revisión del desequilibrio fiscal griego ha terminado haciendo tambalear los cimien-

La capacidad de financiación de la economía aumenta hasta los 86.202 millones de euros.

tos de la zona del euro. Recientemente, los esfuerzos de Gobiernos e instituciones europeas han logrado reducir, parcialmente, las dudas acerca del proyecto común europeo. En este sentido, esperamos nuevos avances en materia de unión bancaria y fiscal en diciembre que mantengan este efecto.

Concretamente, se espera que el Consejo Europeo apruebe el mecanismo de supervisión única del sistema bancario de la zona del euro. Además, se aprobarán nuevas propuestas para mejorar la supervisión de los planes presupuestarios de los Estados miembros. Este proceso de consolidación de la integración europea podría verse favorecido por dos factores: la estabilización financiera de las economías periféricas y una mayor voluntad de consenso entre los Estados miembros.

Por lo que se refiere al primer aspecto, los acontecimientos de los últimos meses muestran avances importantes. Así, el diseño de un programa de compra condicionada de deuda soberana por parte del Banco Central Europeo (BCE) de aquellos países de la zona del euro que lo soliciten ha logrado relajar las tensiones en los mercados financieros. En este contexto, los costes de financiación de la deuda de países que potencialmente podrían acogerse a este programa, como España e Italia, se ha reducido significativamente. Asimismo, el cumplimiento de las exigencias impuestas por los programas de rescate de Portugal e Irlanda permite relajar las dudas acerca de su capacidad de reconducir sus desajustes fiscales. Destaca, en el caso irlandés la mejora de la perspectiva crediticia por parte de las agencias de calificación que podría allanar la vuelta a los mercados de financiación en el medio plazo.

Grecia, en cambio, ha seguido centrando gran parte de la atención de los inversores en noviembre. El parlamento griego aprobó el presupuesto de 2013, que prevé un

ajuste del gasto de 9.400 millones de euros. Las principales medidas afectan a la partida de gasto en personal, con una nueva reducción de los empleados públicos y la eliminación de las pagas extraordinarias, y a la partida de pago de pensiones. Además, se aumentará la edad de jubilación de los 65 a los 67 años. Todo apunta a que estos recortes permitirán desbloquear, por parte de la Comisión Europea (CE) y del Fondo Monetario Internacional (FMI), el segundo tramo del rescate griego, de 43.700 millones de euros. Esta cantidad permitirá solventar momentáneamente las necesidades de liquidez del sector público heleno.

En contraposición, existe un mayor alejamiento entre las posiciones del FMI y de la CE acerca del procedimiento a seguir para garantizar la sostenibilidad de la deuda pública griega. Desde el punto de vista del Fondo, es primordial que esta se reduzca hasta el 120% del PIB en 2020. Según las previsiones de la propia institución, esta cifra representa una reducción de la deuda de más de 60 puntos porcentuales en 7 años, una corrección difícilmente realizable. Es por ello que el FMI defiende una nueva reestructuración de la deuda griega que, en este caso, afectaría tanto a tenedores privados como a públicos. Esta opción representaría elevadas pérdidas para los socios europeos, que poseen gran parte de la deuda helena. No es de extrañar, pues, que la propuesta inicial de la Comisión Europea se base en un alargamiento de dos años del plazo para alcanzar el objetivo de deuda del 120% en 2022 y medidas que permitan reducir la carga financiera de esta.

Pero estas discrepancias a la hora de decidir acerca del futuro de la Unión Europea (UE) también se hacen presentes entre sus propios países miembros. Un claro ejemplo es la dificultad para cerrar el presupuesto comunitario entre 2014 y 2020. Las posiciones son muy alejadas. Así, mien-

Se esperan nuevos avances hacia la unión bancaria y fiscal en diciembre.

Los costes de financiación de la deuda de España e Italia se reducen significativamente.

La situación financiera de las economías periféricas empieza a estabilizarse.

El cierre del presupuesto comunitario entre 2014 y 2020 refleja las discrepancias entre países miembros.

tras algunos países como Reino Unido y Holanda abogan por un recorte de los presupuestos, otros como Francia y España luchan por defender las ayudas a sus regiones y a la agricultura, dos de las áreas más afectadas por una posible reducción. Sin duda, la voluntad de consenso entre los países de la UE parece condición necesaria para llevar a cabo el proceso de integración política, bancaria y fiscal.

La restricción al crédito se mantiene en un nivel alto

Ante la elevada incertidumbre vigente en la zona del euro, lo esperable sería observar un aumento del ahorro de los hogares por motivos de precaución. Sin embargo, la tasa de ahorro lleva cayendo desde mediados de 2009. En el segundo trimestre de 2012 se situó en el 12,9% de la renta bruta disponible de los hogares, su registro más bajo desde el año 2001. Esta tendencia se debe principalmente a la erosión de la renta de los consumidores, quienes, al intentar mantener el nivel de consumo, han tenido que sacrificar su ahorro. Las subidas impositivas que se han producido en numerosos países también han contribuido a la disminución de la capacidad de ahorro de las familias.

La caída de la tasa de ahorro podría parecer contradictoria con la tendencia alcista que presentan los depósitos. Sin embargo, ello no es el resultado de un aumento del ahorro de los hogares, sino de un cambio en la composición del mismo. Debido al aumento de la incertidumbre, los hogares elevan la proporción de sus ahorros en activos menos arriesgados y más líquidos. Concretamente, los depósitos a más corto plazo presentaban en el mes de septiembre una tasa de crecimiento interanual del 5,1%, un registro relativamente elevado, aunque ligeramente inferior al del mes anterior. Los instrumentos negociables, en cambio, retrocedieron un 1,4% interanual,

lo que supone una caída de un punto porcentual respecto al dato de agosto.

El descenso del poder adquisitivo de las familias también está impulsando una reducción de la demanda de crédito según la Encuesta de Préstamos Bancarios del tercer trimestre. Esta tendencia también se observa en el sector empresarial, aunque en este caso es debido a la mayor capacidad de autofinanciarse. Este hecho es fruto de la acumulación de activos financieros líquidos durante los últimos meses como consecuencia de los intensos procesos de desapalancamiento que están llevando a cabo.

La capacidad financiera de las empresas, sin embargo, sigue presentando un elevado nivel de heterogeneidad. Por un lado, las de mayor tamaño están recurriendo con mayor asiduidad a otras fuentes de financiación externa como la emisión de bonos corporativos y de acciones. En cambio, las empresas de menor tamaño, que no pueden acceder a estos mercados, han visto cómo la denegación de solicitudes de préstamos bancarios aumentaba hasta el 15% entre abril y septiembre de 2012, el registro más elevado desde el segundo semestre de 2009.

Los requerimientos que se exigen para obtener un crédito también se endurecieron durante el tercer trimestre. Concretamente, la diferencia entre bancos que afirman haber endurecido sus requisitos y aquellos que afirman haberlos relajado se sitúa en el 15%, frente al 10% del trimestre anterior. Esta restricción de crédito no es novedosa, pero el motivo que la genera ya no es tanto la falta de capital y liquidez bancaria como venía siendo, sino que se debe en mayor medida a las expectativas poco favorables de la coyuntura económica. Sin embargo, la necesidad de ajuste de los balances de las entidades de crédito en algunos países sigue siendo primordial para restaurar el flujo de crédito a hogares y empresas.

Aumenta el recurso de las grandes empresas a los mercados de financiación mayorista.

Se endurecen las condiciones crediticias por el deterioro de las perspectivas económicas.

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			
			IV	I	II	III	Octubre
Financiación al sector privado (1)							
Sociedades no financieras	-1,0	2,0	1,9	0,7	0,2	-0,6	...
Hogares (2)	2,7	2,7	2,2	1,9	1,3	0,9	...
Depósitos (1)							
Depósitos a la vista	8,7	1,4	1,0	1,9	2,5	4,9	...
Otros depósitos a corto plazo	-5,2	2,7	2,0	2,7	2,4	1,1	...
Instrumentos negociables	-9,1	-5,4	-3,0	0,5	2,8	0,9	...
Tipo de interés del mercado monetario (%)							
Repo BCE	1,0	1,3	1,42	1,00	1,00	0,83	0,75
Euríbor a 3 meses	0,8	1,4	1,54	1,14	0,71	0,44	0,22
Euríbor a 12 meses	1,3	2,0	2,08	1,76	1,32	0,98	0,69
Tipo de interés de préstamos y depósitos (%)							
Crédito a las sociedades no financieras (3)	2,2	2,8	3,0	2,7	2,6	2,3	...
Préstamos a los hogares para adquisición de vivienda (4)	2,7	3,3	3,5	3,4	3,2	3,0	...
Depósitos hasta 1 año de los hogares	2,1	2,6	2,8	2,9	2,7	2,8	...

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.

El endurecimiento de las condiciones se está produciendo, sobre todo, mediante un ajuste de precios, aumentando el diferencial de los tipos de interés de los préstamos más arriesgados. Sin embargo, el aumento de bancos que han subido el diferencial en préstamos vinculados a actividades con riesgo se ha visto en parte compensado por la caída en el número de bancos que han bajado el diferencial de préstamos ordinarios. En conjunto, el tipo de interés de los préstamos bancarios a sociedades no financieras en el mes de septiembre se mantuvo constante en el 2,2%. Por su parte, el coste de financiación para la adquisición de una vivienda también permaneció estable en el 2,9%.

La caída del PIB del tercer trimestre y la muy probable agudización de la recesión en el cuarto no hacen prever que el crédito bancario se reanime en los próximos trimestres. No obstante, es crucial que para-

lealmente se avance en la reestructuración del sector bancario en algunos países, para que este pueda desempeñar su papel de dinamizador de la actividad económica tan pronto como sea posible.

Tres cuestiones clave en Europa emergente: el fondo de la ralentización, Polonia y Hungría

Con el final de año a la vista, tres son los principales interrogantes que suscita la coyuntura económica en Europa emergente. El primero, y seguramente el más fundamental, es si el empeoramiento de la actividad ha tocado ya fondo en el tercer trimestre. Para responder de forma cabal a dicha cuestión se deberá, asimismo, opinar sobre qué está sucediendo con Polonia. El trío de cuestiones del momento se cierra con la duda sobre si Hungría cerrará

En Europa emergente, ¿ha tocado fondo la ralentización?...

...todo apunta a que no, y que el cuarto trimestre será peor que el tercero.

próximamente un acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI).

Por lo que se refiere a la incógnita de si la actividad ha tocado fondo, o no, en el tercer trimestre, dicho diagnóstico sobre la posición cíclica, lejos de haberse aclarado, todavía se muestra más enmarañado tras conocerse los datos de contabilidad nacional en dicho trimestre. Recordemos que en dicho periodo, y de acuerdo con las estimaciones preliminares, la República Checa, Hungría y Rumania retrocedieron en términos intertrimestrales (-0,3%, -0,2% y -0,5%, respectivamente). La excepción a esta dinámica negativa fue, un trimestre más, Eslovaquia, que anotó un crecimiento intertrimestral del 0,6%. De Polonia, sobre la cual después volveremos, todavía no se dispone de cifras de variación del PIB del tercer trimestre.

En términos interanuales la visión no cambia apreciablemente. El grado de caída interanual es prácticamente idéntico en la República Checa y Hungría, situándose en la zona del -1,5%, y levemente inferior en Rumania (retroceso interanual del 0,8%). Eslovaquia, por su parte, suma dos trimestres consecutivos creciendo del orden del 2,5% interanual. Aunque no se dispone del detalle de componentes, los indicadores mensuales disponibles apuntan a que en todos los casos ha sido la combinación de una demanda interna en ralentización y una demanda externa que sufre apreciablemente del parón de los mercados centrales de la eurozona la que ha lastrado el crecimiento.

Partiendo de esta evolución, ¿qué cabe esperar para los próximos trimestres? De entrada, conviene tener en cuenta que los datos del tercer trimestre han sido en términos generales levemente peores de lo previsto. A esta posición de partida moderadamente inferior a lo esperado se le suma el hecho de que se prevé que la eurozona, que entró en recesión en el tercer tri-

mestre, siga viendo cómo la actividad cede también en el cuarto trimestre. Finalmente, cabe añadir que la evolución del sentimiento económico, como se aprecia en el gráfico siguiente, apunta a un ritmo de actividad que sigue retrocediendo. Todo ello avala un escenario en el que la actividad todavía no habría tocado fondo en el tercer trimestre y, con fortuna, podría hacerlo en el cuarto trimestre.

El elemento regional fundamental que condicionará el cumplimiento del escenario es la evolución que siga Polonia. A fin de valorarla, hay que dar cuenta de la segunda de las preguntas con que abrimos el apartado, la de qué está pasando en dicho país. En síntesis, la respuesta es que, tras varios años en los cuales la economía polaca, la mayor de Europa emergente, destacaba positivamente en el conjunto de la Unión Europea (UE), desde el segundo trimestre de 2012 ha registrado una ralentización notable. El principal factor explicativo de este deterioro es la pérdida de dinamismo de la demanda interna, circunstancia que a su vez se explica por una combinación de factores. En primer lugar, tras diversos años de diferimiento con lo que la ortodoxia presupuestaria hubiese recomendado, en este 2012 la política fiscal se ha empezado a tornar más restrictiva. El Gobierno, tras cierta prodigalidad fiscal que se puede asociar en parte a eventos como la Eurocopa de este año, ha empezado a moderar su ritmo de gasto e inversión tratando de evitar que la deuda pública rompa con el límite legal del 55% del PIB.

Un segundo factor es que otras tendencias que ya venían produciéndose desde tiempo atrás, como la contención de los beneficios empresariales o cierto empeoramiento del mercado laboral, se han intensificado. Dada la inercia que caracteriza a la demanda interna, prevemos que el proceso de desaceleración se mantenga en el cuarto trimestre, no pudiendo esperarse un cambio

Una demanda interna que se torna más débil, principal causa de la apreciable ralentización de la economía polaca.

SIN SEÑALES DE RECUPERACIÓN EN EUROPA EMERGENTE

Índice de sentimiento económico (*)



NOTA: (*) Media de Polonia, Hungría, la República Checa, Eslovaquia y Rumania.

FUENTES: Eurostat, Comisión Europea, Thomson Reuters Datastream y elaboración propia.

de tendencia hasta principios de 2013. En este contexto, es comprensible que el banco central polaco haya rebajado en 25 puntos básicos el tipo de intervención, hasta el 4,5%. Dicho movimiento representa el inicio de un ciclo que, con toda probabilidad, se prolongará en 2013.

Finalmente, la tercera cuestión que planteábamos anteriormente es la referida a si Hungría accederá en breve a la ayuda financiera internacional, orquestada fundamentalmente por el FMI y la UE. Como se recordará, la motivación que subyace a la petición de la ayuda financiera multilateral, que cumple un año en estas fechas, es la necesidad de incrementar el margen de maniobra financiero del país para afrontar, a coste razonable, sus obligaciones exteriores. A diferencia del anterior programa, de 2008, en este caso no existe un problema de liquidez acuciante.

Por ello, el ejecutivo está tratando de acceder a alguna modalidad de asistencia de

tipo preventivo que permita aumentar la capacidad financiera del país, rebajando a un tiempo el coste de la financiación externa. Tras sucesivos vaivenes en la negociación, y a pesar de que Hungría ha adoptado un presupuesto para 2013 suficientemente restrictivo que le permite alejarse de la situación de déficit excesivo, la poca ortodoxia de algunas medidas fiscales (entre ellas, el tratamiento impositivo de las actividades y operaciones bancarias) ha producido un desencuentro entre las autoridades políticas del país y las instituciones internacionales. En un contexto global de reducción de la aversión al riesgo y con la crisis de la eurozona en apariencia alejándose de sus momentos de estrés financiero álgido, en nuestra opinión los incentivos para un acuerdo inmediato son limitados. Por ello, nos inclinamos a pensar que hasta bien entrado 2013 la cuestión puede mantenerse en el *impasse* actual.

El interrogante sobre si Hungría solicitará de forma urgente la ayuda financiera sigue abierto.

Si las circunstancias de los mercados financieros no cambian, existen pocos incentivos para una ayuda inmediata.

MERCADOS FINANCIEROS

Mercados monetarios y de capital

Obstáculos en el camino hacia la estabilización de los mercados financieros

Noviembre ha sido un mes de transición en los mercados financieros. Por momentos, las sombras de la incertidumbre han vuelto a empañar el ánimo de los inversores globales, pero lo han hecho con una intensidad sensiblemente menor a otros episodios tempestuosos de los últimos años. Así, por ejemplo, las bolsas y otros activos de riesgo se han mostrado débiles, pero no ha habido grandes descensos y, a las primeras noticias positivas, las cotizaciones han exhibido una notable capacidad de recuperación. Este es un comportamiento remarcable, dado que los focos de preocupación son importantes, en particular tres de ellos. El primero procede de Estados Unidos, donde la proximidad del vencimiento de medidas fiscales expansivas aprobadas en la era Bush, el «precipicio fiscal», ha desatado temores sobre la posible recesión a la que se enfrentaría la ya de por sí vulnerable economía norteamericana. El segundo y el tercero se localizan en la eurozona. Por un lado, la Comisión Europea ha confirmado la previsión de que la región atravesará varios trimestres de caída del PIB. Adicionalmente, en el marco de la crisis de deuda de la región, el frente abierto por las urgentes necesidades de liquidez de Grecia ha puesto de manifiesto las dificultades técnicas y políticas para alcanzar soluciones contundentes. En este marco, la ausencia de sobresaltos de envergadura en los mercados constituiría un signo de que los inversores confían en la capacidad de las autoridades para sortear los riesgos e ir avanzando en los retos existentes. Si, como es de esperar,

esto efectivamente se confirma en las próximas semanas, la senda de revalorización de los activos con riesgo no tendrá dificultades en reanudarse.

Las políticas monetarias se instalan en la laxitud

A lo largo del año, las estrategias de la gran mayoría de bancos centrales han consistido en un proceso sostenido de relajación de las condiciones monetarias. La debilidad del ritmo de crecimiento global y la inestabilidad generada por los problemas de la eurozona han provocado una acumulación extraordinaria de medidas, convencionales y no convencionales, orientadas a generar un entorno monetario y financiero lo más holgado posible. Por su cuantía y contundencia, las actuaciones de las autoridades europeas y norteamericanas han adquirido gran relevancia en los mercados financieros. Simultáneamente, las decisiones de los responsables monetarios de los países emergentes han sido más graduales, pero no por ello carentes de interés para los inversores. Noviembre ha dado continuidad a dicho proceso, sin que se vislumbren cambios de rumbo en el horizonte.

En la eurozona, los mensajes del Banco Central Europeo (BCE) son de continuidad en su estrategia y confianza en sus instrumentos. Un elemento de especial importancia es el que se introdujo el pasado mes de septiembre, cuando el Consejo de Gobierno del BCE acordó la puesta en marcha del programa de Operaciones Monetarias de Compraventa (OMC). Desde su anuncio, las tensiones crediticias en los mercados financieros de los países de la

Los inversores se muestran cautos ante los riesgos, pero no se asustan.

Las cotizaciones exhiben una notable capacidad de recuperación.

Las autoridades monetarias se comprometen a impulsar el crecimiento y estabilizar los mercados financieros.

periferia han disminuido, así como el temor de ruptura de la unión monetaria. Este clima ha propiciado, entre otros resultados, la colocación satisfactoria de deuda pública por parte de España e Italia entre los inversores internacionales, y la mejora del desequilibrio del sistema TARGET 2. A la vista de estos efectos tranquilizadores, muchos analistas y políticos auguran una mejora aún más significativa de las condiciones financieras si el BCE comienza a intervenir de forma directa en los mercados de bonos públicos de los miembros de la eurozona. Sin embargo, este mecanismo de actuación requiere aceptar una condicionalidad estricta por parte del Estado beneficiario. Esta fue la declaración más importante del presiden-

te de la entidad, Mario Draghi, después de la reunión del Consejo celebrada en noviembre. Como en ocasiones precedentes, Draghi ha insistido en que el requisito indispensable para la activación de las OMC es que los países soliciten oficialmente ayuda al MEDE y acepten la condicionalidad contenida en el programa de rescate. Y, lógicamente, que la cumplan. En caso contrario, el banco central retiraría la ayuda al Estado socorrido. Una consideración clave, enfatizó Draghi, es que las OMC se conciben como un instrumento para salvaguardar la correcta transmisión de la política monetaria a la economía real en todos los países, y no como un mecanismo de financiación de los estados. En consecuencia, el BCE rehuye adquirir compro-

El BCE condiciona la compra de deuda pública a la solicitud de ayuda al MEDE.

TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO EN LOS MERCADOS NACIONALES

En porcentaje anual

	Zona del euro			Estados Unidos		Japón	Reino Unido		Suiza
	Subastas BCE (2)	Euríbor (5)		Nivel objetivo de Reserva Federal (3)	Tres meses (5)	Tres meses (5)	Tipo de intervención Banco de Inglaterra (4)	Tres meses (5)	Tres meses (5)
		Tres meses	Un año						
2011									
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	0,75	0,20	0,62	0,25	0,31	0,19	0,50	0,53	0,08
Noviembre (1)	0,75	0,19	0,58	0,25	0,31	0,19	0,50	0,52	0,00

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.

El crecimiento de la eurozona será débil durante los próximos meses según estimaciones del BCE.

misos explícitos en términos de las cantidades de bonos que podría comprar y el precio (tipo de interés) resultante de sus operaciones.

Un segundo aspecto que protagonizó la exposición del presidente del BCE fue el reconocimiento del reciente deterioro económico de la eurozona. Los indicadores muestran que en la segunda mitad del año la actividad económica de la región ha perdido pulso, y las perspectivas inmediatas no son buenas. En paralelo, la tasa de inflación se situará por encima del objetivo del 2% durante los próximos meses, como resultado de la evolución del precio del crudo y la subida de impuestos indirectos, si bien las tendencias a medio plazo no son preocupantes respecto a la estabilidad de precios. En base a estas proyecciones, el Consejo del BCE estimó oportuno mantener el tipo de interés rector en el 0,75%, advirtiendo que no queda apenas margen para proporcionar más estímulos por esta vía. La entidad apela a los Gobiernos para que actúen a través de dos vías trascendentales para hacer posible una mejora de la situación económica. De una parte, anima a proseguir con la consolidación fiscal y las reformas estructurales. Y de otra, recomienda que los países más débiles aborden políticas de fomento de la competitividad y reducción de los desequilibrios por cuenta corriente.

En Estados Unidos, el tono de la política monetaria también es de continuidad. En septiembre la Reserva Federal (Fed) acordó poner en marcha la tercera ronda de expansión cuantitativa, consistente en la adquisición de titulaciones hipotecarias. Simultáneamente, la autoridad monetaria ha mantenido vigentes los programas de extensión de vencimientos de la deuda pública así como la reinversión del principal y los intereses de las obligaciones que posee en su cartera. Además, mantiene el tipo de interés oficial en niveles extraordinariamente bajos (0%-0,25%) y sigue ma-

nifestando que no contempla subidas hasta el año 2015.

En el acta de la reunión del FOMC de octubre, la entidad señala que la actividad económica sigue evolucionando a un ritmo moderado, si bien detecta que los efectos de las distintas actuaciones monetarias han comenzado a vislumbrarse en varios indicadores económicos. En concreto, el gasto de las familias y su propensión al consumo se han acelerado durante el tercer trimestre. Igualmente, se ha apreciado una mejoría en la actividad constructora e inmobiliaria, en forma de subida de los precios de las viviendas y de las operaciones de compraventa. Estos avances han venido acompañados de la caída moderada de la tasa de desempleo y el repunte de los precios al consumo, producto del encarecimiento de la energía. En el área financiera, las mejoras han estado protagonizadas por la expansión del crédito bancario, el descenso de los tipos de interés hipotecarios y la caída de la rentabilidad de los bonos del Tesoro. Sin embargo, en el seno del Comité de la Reserva Federal está abierto el debate sobre la conveniencia de prorrogar, extender o ampliar las medidas de estímulo. De una parte, algunos miembros abogan por ampliar las compras de deuda hipotecaria a partir de enero, una vez que haya finalizado el programa de extensión de los vencimientos de la deuda soberana (Operación Twist). Consideran que así se reforzarían los impulsos necesarios para lograr la estabilidad financiera y la creación de empleo en el medio y largo plazo. En el bando contrario, hay otros que temen que el exceso de laxitud en la política monetaria pueda desencadenar un proceso indeseado de presiones inflacionistas crecientes en los próximos trimestres. Con independencia de estas posturas, Ben Bernanke, presidente de la Fed, en su primera comparecencia tras la reelección de Barack Obama, ha apelado a la responsabilidad de los dirigentes políticos para evitar el riesgo de recesión que conllevaría el «precipicio

Las medidas monetarias cuantitativas de la Fed comienzan a dar sus frutos.

Bernanke advierte de la capacidad limitada de la Fed para hacer frente a una eventual recesión.

fiscal». En palabras de Bernanke «la habilidad de la Fed para hacer frente a las adversidades no es infinita».

Por su parte, la política monetaria de los países emergentes también se encuentra inmersa en un proceso de relajamiento. Las autoridades se apoyan en el uso de herramientas monetarias tradicionales y en otras de carácter extraordinario, con el propósito de relanzar el ritmo de crecimiento de sus economías. En términos de la efectividad de estas actuaciones, está siendo clave el complemento proporcionado por las políticas fiscales y macroprudenciales. En las últimas semanas, algunos indicadores adelantados de actividad comercial y manufacturera han deparado sorpresas positivas al respecto, aunque la tendencia generalizada hace pensar que la expansión monetaria en estos países seguirá en vigor en los primeros meses de 2013. Tal es el caso de los bancos centrales de Polonia, Turquía e India, cuyos gobernadores han sumado a las recientes rebajas de los tipos de interés declaraciones que apuntan a nuevos movimientos expansivos en el futuro cercano.

Siguiendo con la tendencia de meses atrás, los tipos de interés interbancarios han mantenido la senda bajista durante el mes de noviembre, aunque con una pendiente de caída cada vez menor. Los tipos de interés euríbor a doce meses han protagonizado el mayor ajuste, llegando a situarse en su nivel mínimo histórico (0,58%) y acumulando un descenso muy importante desde enero. La confirmación de la ralentización del crecimiento de las principales economías de la eurozona, Alemania y Francia, ha elevado las expectativas de los inversores sobre la continuidad de una política monetaria ultralaxa. Esta circunstancia se ha visto acompañada por nuevos avances en la mejora de las condiciones crediticias de la periferia europea y, por ende, en la percepción del riesgo sobre las entidades financieras.

Nuevos capítulos, mismo guión, en la crisis de la eurozona

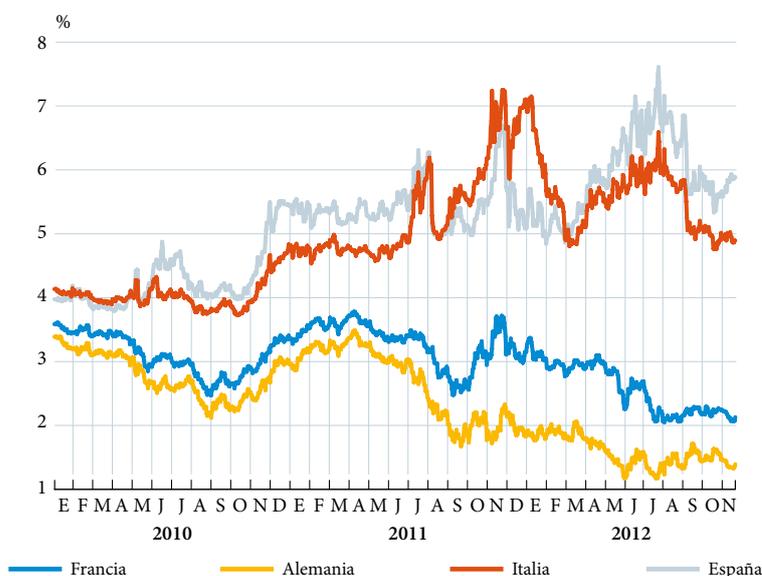
La tasa de rentabilidad implícita de la deuda de los países con máxima calificación

El euríbor a 12 meses se sitúa en su nivel mínimo desde la creación del euro.

Las deudas de Alemania y Estados Unidos ofrecen rentabilidades muy reducidas.

LOS BONOS DE LA PERIFERIA MANTIENEN UNAS RENTABILIDADES ELEVADAS

Rendimientos de la deuda pública de la eurozona a 10 años



FUENTE: Bloomberg.

Moody's rebaja la calificación crediticia de Francia.

El fiscal cliff amenaza la estabilidad de la deuda soberana de Estados Unidos.

crediticia, Estados Unidos y Alemania, ha retornado a los niveles mínimos de los meses anteriores. Las dudas en torno a las negociaciones sobre el «precipicio fiscal» norteamericano y la delicada situación financiera de Grecia han servido para que los inversores hayan optado por incrementar sus carteras con activos de calidad. En el caso de Alemania, la incertidumbre suscitada por las desavenencias entre los prestamistas internacionales (FMI, UE y BCE), en relación con la entrega del siguiente tramo de ayudas a Grecia, ha mantenido vivos los miedos de una posible nueva reestructuración de la deuda helena, e incluso la ruptura de la unión monetaria. Por su parte, Moody's ha rebajado el *rating* de Francia desde AAA a Aa1 con perspectiva negativa. Estas circunstancias han provocado que el bono alemán a 2 años haya llegado a ofrecer una rentabilidad negativa durante varias jornadas. Sin embargo, la *yield* ha recuperado nive-

les positivos hacia finales de mes, a la vista de la viabilidad de una solución constructiva para Grecia. En el caso del *Treasury bill* norteamericano, además del efecto de las elecciones presidenciales y las conversaciones para evitar un excesivo ajuste fiscal en enero, la deslucida campaña de resultados empresariales del tercer trimestre ha provocado un aumento de flujos de capitales hacia los activos con perfil de riesgo más bajo.

Por lo que respecta a los mercados de deuda de los países de la periferia de la eurozona, la mejora experimentada después del anuncio de las OMC por parte del BCE ha dado paso a una etapa de nuevo inestable en noviembre. El principal detonante de este retorno de las tensiones ha sido Grecia. La aceptación por parte de los prestamistas internacionales (UE, FMI y BCE) de la extensión del plazo para el cumplimiento de los objetivos presupuestarios tuvo un

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								
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	1,46	2,24	5,62	4,96	1,69	0,78	1,85	0,50
Noviembre (*)	1,42	2,16	5,69	4,79	1,67	0,74	1,83	0,49

NOTA: (*) Día 23.

FUENTE: Bloomberg.

impacto moderado en los mercados. Los inversores han estado más atentos a las negociaciones entre el FMI y el Eurogrupo para desbloquear el nuevo tramo del rescate, que a su vez se ha encallado por las discrepancias sobre las medidas a tomar para conseguir que la evolución del volumen de la deuda griega vuelva a una senda sostenible. Aunque todo hace pensar que se logrará un acuerdo en las próximas semanas, las diferencias entre ambas partes estriban en el reparto de sacrificios para lograr dicha sostenibilidad. El FMI aboga por la aplicación de una quita a la deuda en manos del sector oficial, propuesta a la que se oponen buena parte de los estados europeos, entre ellos Alemania. Al hilo de esta coyuntura helena, las dudas sobre la estabilidad de la UEM se han reavivado. El contagio de los temores ha perjudicado a España, cuyos bonos han llegado a ofrecer tasas de rentabilidad cercanas al 6% durante los momentos más tensos de las negociaciones. No obstante, hay que destacar que las turbulencias sobre la deuda española han sido de una magnitud muy inferior a las de episodios previos. En parte porque la perspectiva de que finalmente se alcanzará una solución aceptable para Grecia se ha mantenido abierta, máxime en el tramo final del mes. Y, por otro lado, porque la solidez crediticia de España ha seguido acumulando varios puntos a su favor. Primero, la mejora del acceso a la financiación en los mercados de capitales internacionales. Gracias a unas subastas exitosas, el Tesoro ya ha logrado cubrir todas las necesidades de financiación previstas para 2012. Segundo, las reformas financieras, fiscales y estructurales implementadas por el Ejecutivo, que han recibido el visto bueno de la Comisión Europea, a pesar de que se pueda producir cierta desviación del objetivo de déficit fiscal de este año. Tercero, el cumplimiento de los compromisos de reestructuración bancaria bajo

los criterios firmados en el Memorando de Entendimiento el pasado julio. Sin embargo, todavía quedan aspectos asociados al deterioro económico y a la posibilidad de que el MEDE pueda inyectar fondos directamente en los bancos españoles, que ofrecen resistencia para un descenso más decidido de la prima de riesgo.

El yen cede posiciones frente al euro y el dólar

Desmarcándose de la tendencia de los meses anteriores, el tipo de cambio del euro cedió posiciones durante las primeras semanas de noviembre. Los resultados obtenidos en las sucesivas reuniones para solventar la necesidad de liquidez de Grecia no cumplieron con las expectativas de los inversores, que esperaban unos acuerdos de mayor alcance. Ante esta circunstancia, el precio de intercambio del euro con el dólar descendió hasta los 1,27 dólares. Sin embargo, a medida que se han ido vislumbrando las posibles soluciones a las diferencias entre los miembros de la troika, y más importante aún, el desembolso del rescate a Grecia, la divisa europea ha recuperado posiciones, aproximándose al 1,30.

Otra divisa que merece especial mención es el yen japonés. A lo largo del mes de noviembre, la divisa nipona se ha depreciado notablemente con respecto al dólar y el euro, llegando a situarse en su valor mínimo en seis meses. El tipo de cambio del yen es pieza clave para su economía, dada su enorme vocación exportadora. Después de los recientes conflictos diplomáticos con China y ante la desaceleración del consumo global, los exportadores japoneses esperan una inminente actuación del banco central, inyectando liquidez en la economía, que mantenga bajo el precio de su divisa.

Se refuerza la solidez crediticia de España.

El tipo de cambio del euro es muy vulnerable a los problemas en la periferia europea.

El yen se deprecia sensiblemente contra el dólar y el euro en noviembre.

23-11-2012

	Tipo de cambio	% variación (*)		
		Mensual	s/diciembre 2011	Anual
Frente al dólar de EE. UU.				
Yen japonés	82,4	3,0	6,6	6,1
Libra esterlina	0,628	-0,1	2,5	2,6
Franco suizo	0,935	0,2	-0,4	1,6
Dólar canadiense	0,997	0,5	-2,4	-5,1
Peso mexicano	13,026	0,4	-7,0	-8,8
Frente al euro				
Dólar de EE. UU.	1,289	0,7	0,5	3,4
Yen japonés	106,2	2,3	6,1	2,9
Franco suizo	1,205	-0,5	-1,0	-1,9
Libra esterlina	0,809	-0,6	-3,0	-6,2
Corona sueca	8,584	-0,6	-3,9	-7,6
Corona danesa	7,458	0,0	0,3	0,3
Zloty polaco	4,122	-0,1	-8,4	-9,0
Corona checa	25,39	1,9	-0,8	-1,2
Forint húngaro	280,4	-0,4	-12,3	-10,6

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

El trasvase de flujos inversores acelera la demanda de bonos corporativos.

Los inversores prefieren la renta fija corporativa

A pesar de los vaivenes en la crisis de la eurozona y del contexto de crecimiento global, la renta fija empresarial está siendo el activo estrella en 2012. En su incesante búsqueda de rentabilidad, los inversores, tanto institucionales como minoristas, han encontrado en los bonos corporativos un binomio de rentabilidad y riesgo más atractivo que en las acciones. Desde septiembre, esta circunstancia se ha visto favorecida por la intensificación de la laxitud de las estrategias monetarias en Estados Unidos y la eurozona. La caída de los tipos de interés a largo plazo generada por la compra de bonos soberanos e hipotecarios por la Fed, junto al anuncio de las OMC del BCE, han provocado un intenso movimiento de los flujos de capital hacia esta clase de activos, acelerando la demanda global de toda clase de bonos corporativos. Según EPFR, las entradas netas de

capital en los mercados de renta fija ascendían a 400.000 millones de dólares entre enero y octubre. Los balances empresariales saneados, los moderados riesgos de quiebra, y el atractivo de la rentabilidad son los principales elementos que están imperando en las decisiones de los inversores.

Como contrapartida al aumento de la demanda, la actividad emisora de las compañías ha mantenido el buen ritmo iniciado en septiembre. En Estados Unidos, las emisiones de bonos de compañías con una calificación crediticia baja (bonos *high yield*) han seguido aprovechando la coyuntura económica y financiera, elevándose el volumen de las mismas hasta 205.000 millones de dólares desde enero. En este entorno, también están destacando las emisiones de CLO (*collateralised-loan-obligations*), paquetes de inversión formados principalmente por bonos de baja calidad y préstamos de alto riesgo. La emisión de esta clase de productos, muy criticados

al inicio de la crisis financiera de 2007, se ha duplicado este año respecto a 2011. En el marco europeo, el balance de las emisiones también ha sido bastante favorable. Las condiciones de financiación que encuentran las compañías en los mercados de renta fija son mucho más beneficiosas que las limitadas oportunidades ofrecidas a través del crédito bancario. Es por ello que muchas empresas, tanto de las economías del centro como de la periferia, están aumentando su presencia en este mercado. No obstante, el sector bancario europeo presenta un ritmo de emisiones más modesto. De hecho, las emisiones de deuda *senior* y de *covered bonds* han descendido a niveles de hace tres años. Esta circunstancia en buena medida se explica por una menor necesidad de apelar a los mercados de capitales dados el proceso de desapalancamiento y la financiación obtenida con los préstamos a 3 años que el BCE concedió a principios de año.

Bache bursátil en noviembre

Después del *rally* alcista experimentado por las bolsas entre junio y septiembre y su posterior estabilización en octubre, en noviembre los índices bursátiles más importantes han atravesado una etapa de leves descensos. Uno de los principales factores que subyace en el cambio de sentido de los índices es el nerviosismo sobre las perspectivas de crecimiento en las economías desarrolladas. En Estados Unidos, la materialización del «precipicio fiscal» el 1 de enero de 2013 arrastraría de nuevo a la economía a una recesión, contra la cual la Fed ya ha advertido que podría no disponer de instrumentos suficientes. En la eurozona, la Comisión Europea ha anunciado que para los próximos trimestres la economía de la región presentará tasas de crecimiento negativas. Adicionalmente, las tensiones en torno a Grecia han devuelto cierta inestabilidad a los mercados, y han puesto a prueba la incipiente mejora que se había percibido en el sentimiento de

los inversores. Sin embargo, el bache de noviembre no desluce el comportamiento de la renta variable en el acumulado anual. De media, los índices internacionales más relevantes acumulan ganancias cercanas al 5%, excepto el selectivo español que es el único índice europeo con pérdidas en 2012. El Ibex 35, además de ser reflejo de la incertidumbre en torno a una posible petición oficial de una línea de crédito preventiva al fondo de rescate permanente, recoge otras circunstancias. Entre ellas destacan unas expectativas económicas muy debilitadas en un escenario de exigente austeridad fiscal, y el continuo proceso de desapalancamiento en el que están inmersas tanto las empresas como las familias.

En el ámbito puramente de los mercados de renta variable, en las últimas semanas los analistas han intensificado la rebaja de sus estimaciones sobre los beneficios empresariales. Durante la campaña de resultados del tercer trimestre, el consenso ya había previsto una merma de las compañías cotizadas, debida principalmente a la desaceleración de la actividad global y al encarecimiento de ciertas materias primas. Esta tendencia se ha vigorizado en las últimas semanas, después de que muchas empresas hayan anunciado que esperan una caída mayor de los márgenes de cara a final de año, y de que las dudas sobre el crecimiento en Estados Unidos y en Europa hayan aumentado. Por sectores, los más perjudicados están siendo todos aquellos cuya actividad está estrechamente vinculada al devenir del ciclo económico. Por el contrario, el sector financiero, que ha sido el gran castigado durante los últimos años, presenta un potencial de revalorización mayor. Elementos como la reestructuración del sector financiero, el saneamiento de los balances de las entidades y el apoyo de los bancos centrales, han propiciado la mejora de las perspectivas del sector. En otro orden de cosas, desde el día 1 de noviembre el regulador de los mercados financieros de la eurozona impuso la prohibición

La actividad emisora está en máximos desde el inicio de la crisis financiera.

El empeoramiento de las perspectivas económicas pesa sobre las bolsas.

La mayoría de los índices acumula ganancias desde enero.

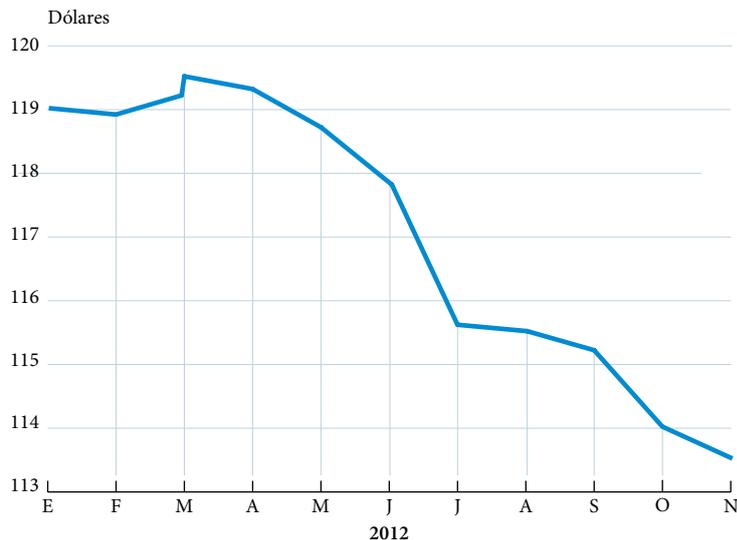
Los analistas temen una caída de los beneficios empresariales de cara a 2013.

de las ventas en descubierta de deuda pública y acciones. En España, la CNMV

ha prorrogado esta prohibición hasta el 31 de enero de 2013.

LOS ANALISTAS REVISAN A LA BAJA SUS ESTIMACIONES DE CARA AL PRÓXIMO AÑO

Evolución de las estimaciones del beneficio por acción para 2013 para compañías del S&P 500



FUENTE: Thomson Reuters Datastream.

ÍNDICES DE LAS PRINCIPALES BOLSAS MUNDIALES

23-11-2012

	Índice (*)	% variación mensual	% variación acumulada	% variación anual
Nueva York				
<i>Dow Jones</i>	12.836,9	-3,8	5,1	11,7
<i>Standard & Poor's</i>	1.391,0	-3,0	10,6	17,1
<i>Nasdaq</i>	2.926,6	-3,0	12,3	16,1
Tokio	9.366,8	3,9	10,8	12,7
Londres	5.803,6	0,1	4,2	12,9
Zona del euro	2.535,3	2,3	9,4	20,9
<i>Fráncfort</i>	7.255,5	1,1	23,0	32,9
<i>París</i>	3.500,2	2,8	10,8	24,0
<i>Ámsterdam</i>	328,5	0,5	5,1	20,4
<i>Milán</i>	15.509,3	-0,4	2,8	11,5
<i>Madrid</i>	7.859,8	1,4	-8,2	1,6
Zúrich	6.696,2	1,0	12,8	24,3
Hong Kong	21.914,0	1,0	18,9	22,7
Buenos Aires	2.242,4	-5,3	-8,9	-7,0
São Paulo	56.437,0	-2,2	-0,6	2,7

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.

Perspectivas de desendeudamiento bancario en Europa

El proceso de desendeudamiento o desapalancamiento bancario, que implica un aumento de capital y una reducción de activos, es inevitable tras un *boom* crediticio. Y, aunque doloroso, es necesario para corregir los desequilibrios acumulados en la fase expansiva y restablecer la solidez del sector bancario. Sin embargo, dependiendo del modo en que se efectúe, puede tener consecuencias muy dañinas para la economía. En particular, preocupa la posibilidad de una contracción severa de la oferta crediticia, el temido *credit crunch*. En esta encrucijada se encuentra inmersa Europa, y es por ello que dicho proceso de desendeudamiento suscita recelos por parte de las autoridades, que lo están supervisando de cerca.

Las presiones al desendeudamiento con las que debe lidiar el sistema bancario europeo provienen de distintos ángulos: la necesidad de reducir la alta dependencia de la financiación mayorista a corto plazo; tensiones de liquidez, que se han visto agudizadas por la crisis de deuda soberana; mayores exigencias regulatorias en términos de liquidez y capital; y, además, el desgaste de la base de capital ocasionado por el deterioro de la calidad de los activos.

Ante estas presiones, los bancos tienen diferentes opciones para mejorar sus ratios de endeudamiento. Por una parte, pueden aumentar su base de capital, ya sea a través de la emisión de nuevas acciones o de la retención de

PRESIONES SOBRE LA RATIO DE ENDEUDAMIENTO



NOTA: (1) La ratio créditos sobre depósitos se usa como una *proxy* de la ratio de inversión crediticia sobre recursos de financiación estables.

FUENTE: Elaboración propia.

beneficios. Pueden también intentar aumentar el recurso a fuentes de financiación relativamente estables, como los depósitos o la deuda mayorista a más largo plazo. Por último, otra alternativa consiste en reducir sus activos. Esto último puede materializarse de distintas formas: la venta de líneas de negocio o activos no estratégicos (a menudo, en el extranjero); venta de activos líquidos (por ejemplo, deuda); bajas de balance de activos dudosos; y, por último, la disminución de la cartera de préstamos. Dicha disminución, a su vez, puede ser el resultado del proceso de desapalancamiento de empresas y familias o, la opción menos deseable de todas, de una restricción de la oferta de crédito.

En los últimos años, el sistema bancario europeo ha optado, principalmente, por aumentar su capital de forma muy significativa. Así, entre 2008 y 2011, el aumento de fondos propios se situó en torno a 400.000 millones de euros, mientras que el volumen de activos se mantuvo prácticamente estable. Adicionalmente, como resultado del ejercicio de recapitalización de la Autoridad Bancaria Europea,⁽¹⁾ las entidades han ampliado la base de capital en unos 116.000 millones más.

De todos modos, algunas de ellas también han recurrido al ajuste de activos para cubrir parte del déficit de capital identificado. El FMI ha estimado que, entre septiembre de 2011 y junio de 2012, una muestra de 58 grandes bancos europeos ha reducido su volumen de activos en unos 450.000 millones de euros. La mayoría de ellos han sido activos no estratégicos y menos de la mitad se debe a una reducción de la cartera de crédito (buena parte del impacto en el crédito está vinculado al cumplimiento de las condiciones asociadas a ayudas estatales).

Todo hace prever, sin embargo, que el proceso de reducción de activos de la banca europea no ha finalizado. El FMI, por ejemplo, estima que entre mediados de 2012 y finales de 2013 todavía deben reducirse activos por valor de 1,7 billones de euros, aproximadamente un 6% de los activos totales, en un escenario base en el que continúan las políticas actuales (apoyo por parte del BCE, implementación de la unión bancaria, etc.).⁽²⁾ El BCE, por su parte, ha examinado los planes de negocio de las mayores entidades europeas y calcula que la reducción prevista de activos en 2012 y 2013 alcanza 1,5 billones de euros (1,2 billones para bancos de la zona del euro). Está previsto que el grueso de estas reducciones se lleve a cabo en las carteras de banca corporativa y de banca de inversión y, en mucha menor medida, en banca minorista.

En cualquier caso, la incertidumbre en torno a estas estimaciones es elevada y varios factores pueden afectar la velocidad e intensidad del proceso de desendeudamiento durante los próximos años. Entre ellos: el nivel de la actividad económica, un elemento clave para la rentabilidad de los bancos; la evolución de la crisis de la deuda europea; la implementación de la nueva normativa sobre capital (Basilea III), y el desarrollo de nuevos requisitos de liquidez. En general, mucho dependerá de las políticas económicas y financieras que se adopten tanto a nivel nacional como, especialmente, a nivel europeo. En este sentido, el FMI ha alertado de que, en un escenario en el que se retrasa la unión bancaria y no se avanza hacia la creación de un mecanismo de rescate bancario supranacional y un seguro de depósitos europeo, las presiones para la reducción de activos serían mucho mayores y podrían alcanzar los 3 billones de euros, más del 10% de los activos totales. En cambio, en un escenario de políticas más ambiciosas que en el escenario central, que contribuirían a una mayor reducción de las primas de riesgo y a una menor fragmentación de los sistemas financieros nacionales, la reducción de activos prevista sería de 1,4 billones de euros (menos de un 5% de los activos totales).

(1) En septiembre de 2011, la European Banking Authority aumentó el *Core Tier 1* mínimo para 71 entidades consideradas sistémicas hasta el 9%, además de exigir un colchón por la exposición de deuda soberana periférica. Dicha exigencia debía cumplirse en junio de 2012.

(2) Global Financial Stability Report, octubre de 2012.

Un proceso de reducción de activos relativamente rápido y desordenado corre el riesgo de perjudicar gravemente la actividad económica. En particular, existen dos categorías de activos que pueden sufrir fuertes recortes en un breve espacio de tiempo: el crédito a empresas y el crédito para la financiación del comercio internacional. Ambas categorías son extremadamente importantes para el funcionamiento normal de la economía. Preocupa especialmente el impacto sobre el crédito a pymes por su fuerte dependencia del crédito bancario. Sobre el crédito al comercio internacional, cabe resaltar que un tercio de la oferta mundial proviene de entidades europeas.

Para que el proceso de desendeudamiento se pueda llevar a cabo de manera acompañada, sin ahogar la actividad económica, es imprescindible apuntalar la confianza en los sistemas bancarios europeos y en los gobiernos que los acogen. Ello requerirá, entre otras medidas, avanzar decididamente en el proceso de reformas en que está inmersa la unión monetaria, tanto a nivel nacional como europeo (véase recuadro «Eurozona: diecisiete países, un destino»). El precio de no hacerlo, no cabe ninguna duda, sería demasiado elevado y Europa no se lo puede permitir.

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

Actividad económica

La actividad económica sigue en retroceso

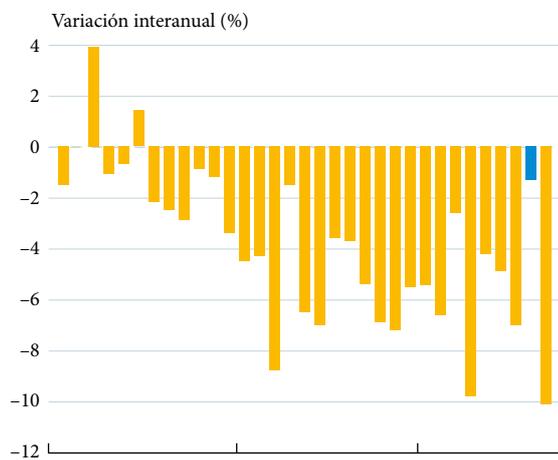
El PIB se contrae un 0,3% en el tercer trimestre.

El ritmo de contracción del producto interior bruto (PIB) mejoró en una décima en el tercer trimestre respecto al periodo anterior y se situó en el $-0,3\%$ intertrimestral. Con este dato la economía española encadena cinco trimestres de crecimiento negativo, con lo que la tasa de variación interanual registró un $-1,6\%$. A pesar de estar retrocediendo, la evolución de la actividad fue mejor de lo que había previsto el consenso de analistas, que esperaba una caída del $0,8\%$ intertrimestral. El desglose del PIB por componentes publicado por el Instituto Nacional de Estadística (INE) ofrece las claves para entender este comportamiento mejor de lo esperado.

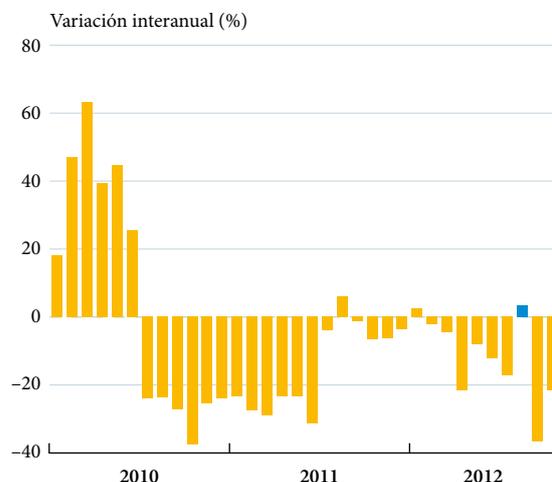
Por un lado, la demanda interna moderó su contracción respecto al trimestre anterior. Concretamente, la aportación de la demanda interna al crecimiento intertrimestral del PIB fue de $-1,1$ puntos porcentuales, ligeramente superior al $-1,3$ registrado en el segundo trimestre. La principal razón de esta mejora relativa se encuentra en el avance de compras por parte de hogares y empresas ante la subida del IVA el 1 de septiembre. Así, el retroceso del consumo de los hogares, del $-0,5\%$ intertrimestral, fue menor que el $-1,0\%$ registrado en el segundo trimestre. Los datos mensuales de ventas minoristas muestran que la caída de las ventas se moderó notablemente en el mes de agosto, registrando una variación interanual del $-1,3\%$. Sin embargo, tras la entrada en vigor de los

EL EFECTO IVA FRENA LA CAÍDA DE LA DEMANDA INTERNA DE FORMA TEMPORAL

Ventas del comercio minorista (*)



Matriculaciones de automóviles



Agosto 2012

NOTA: (*) Deflactadas y corregidas del efecto calendario.
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

nuevos tipos impositivos del IVA en el mes de septiembre, las ventas minoristas aceleraron su caída hasta el -10,1%. Un patrón similar se observa respecto a las matriculaciones de automóviles: después de un incremento del 3,4% en agosto, se registraron unos retrocesos del -36,8% y del -21,7% en los meses de septiembre y octubre respectivamente. En definitiva, dada la naturaleza temporal de estos efectos, esperamos que en el cuarto trimestre el descenso del consumo vuelva a ser significativo. Así se desprende del índice de confianza de los consumidores del mes de octubre, que se situó en -35,8 puntos, por debajo del valor promedio del -35,2 registrado en el tercer trimestre. Dado el continuado deterioro del mercado laboral, así como de las rentas salariales de las familias, que están mermando la capacidad de compra de los hogares, no esperamos una recuperación del consumo privado en el corto plazo.

Los datos referidos a la inversión fueron algo mejor que en el trimestre anterior, gracias sobre todo a una mejor evolución de la inversión en bienes de equipo y transporte. Tras tres trimestres de importantes retrocesos, del -2,6% en promedio, en el tercero avanzó un 0,3% y dejó la tasa de variación interanual en el -7,3%. Por su lado, la inversión en construcción muestra una evolución menos favorable, y retrocedió un 2,8%. En lo que llevamos de crisis, desde el cuarto trimestre de 2007, la inversión en construcción se ha contraído un 44%.

Los indicadores adelantados de inversión e industria muestran señales de debilidad de cara al cuarto trimestre. Por el lado de la demanda, las matriculaciones de vehículos industriales registraron un -18,0% en el mes de octubre. Tampoco los indicadores de oferta ofrecen datos optimistas. El consumo de electricidad anotó un retroceso interanual del 1,0% en octubre, y el indica-

El efecto IVA modera la caída del consumo privado.

INDICADORES DE DEMANDA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2010	2011	2012				Octubre
			IV	I	II	III	
Consumo							
Producción de bienes de consumo (*)	0,8	-1,0	-2,2	-3,7	-4,5	-4,7	...
Importación de bienes de consumo (**)	-9,5	-2,2	0,4	-6,1	-11,3	...	...
Matriculaciones de automóviles	3,1	-17,7	-5,5	-1,9	-13,7	-17,8	-21,7
Crédito al consumo de bienes duraderos	-12,3	-9,9	-10,4	-12,8	-13,6	...	-
Indicador de confianza de los consumidores (***)	-20,9	-17,1	-16,8	-24,6	-29,0	-35,2	-35,8
Inversión							
Producción de bienes de equipo (*)	-3,3	0,8	-4,8	-10,3	-13,9	-10,1	...
Importación de bienes de equipo (**)	6,5	-3,1	-7,2	-11,5	-11,9	...	...
Matriculación de vehículos industriales	7,0	-6,6	-15,1	-19,1	-26,6	-27,9	-18,0
Comercio exterior (**)							
Importaciones no energéticas	10,3	1,0	-3,1	-8,7	-8,5	...	...
Exportaciones	15,6	10,1	5,4	-0,3	2,7	...	...

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

(**) En volumen.

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

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

Tras la mejora transitoria del tercer trimestre, la recesión se agudiza.

El índice de confianza de la industria descendió hasta los -20,5 puntos y se mantuvo en niveles muy bajos, similares a los de 2009. El índice de gestores de compras PMI del sector de manufacturas cayó al nivel de 43,5 en octubre, desde el 44,5 registrado en septiembre, arrastrado por el efecto que ha tenido sobre la confianza el nuevo deterioro de las condiciones económicas.

Las políticas de consolidación fiscal se vieron reflejadas en una contención del gasto público, que retrocedió un 2,4%, el mayor descenso registrado en la última década. Si bien esta reducción del gasto público no ayuda para el crecimiento del PIB en el corto plazo, cabe resaltar la necesidad de llevar a cabo este ajuste para cumplir con

los objetivos de déficit público pactados con la Comisión Europea. Aún más, una mayor disciplina fiscal junto con la implementación de las reformas estructurales en marcha son las claves para asegurar un crecimiento sostenido y equilibrado en el largo plazo. Dada la senda de reducción del déficit público para 2013 y 2014, esperamos que la contribución al crecimiento del gasto público siga siendo negativa en los próximos trimestres.

Otro factor que explica la buena evolución del PIB en el tercer trimestre es el sector exterior. La contribución de la demanda externa al crecimiento intertrimestral del PIB fue de 0,8 puntos porcentuales, en línea con el 0,9 registrado en el mes anterior.

INDICADORES DE OFERTA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2010	2011	2012				Octubre
			IV	I	II	III	
Industria							
Consumo de electricidad (1)	2,7	-1,3	-4,1	-1,8	-1,3	-1,9	-1,0
Índice de producción industrial (2)	0,8	-1,4	-5,0	-5,8	-7,1	-5,3	...
Indicador de confianza en la industria (3)	-13,8	-12,5	-16,5	-14,8	-17,1	-20,0	-20,5
Utilización capacidad productiva (4)	72,0	73,3	72,7	72,5	73,4	71,6	74,1
Importación bienes interm. no energ. (5)	24,6	3,1	-4,0	-9,6	-7,2	...	...
Construcción							
Consumo de cemento	-15,4	-16,9	-26,8	-31,3	-37,8	-34,6	...
Indicador de confianza en la construcción (3)	-29,7	-55,4	-53,6	-50,4	-52,2	-55,5	-56,6
Viviendas (visados obra nueva)	-17,3	-14,6	-26,1	-35,2	-46,4	...	...
Licitación oficial	-38,0	-46,2	-59,8	-50,6	-43,6	...	...
Servicios							
Ventas comercio minorista (6)	-1,0	-5,4	-6,5	-4,9	-6,3	-6,2	...
Turistas extranjeros	1,0	6,5	6,1	2,6	3,1	4,8	...
Ingresos turismo	3,9	8,6	5,7	0,5	-0,1	...	...
Mercancías ferrocarril (t-km)	6,4	2,0	-9,8	-12,6	-7,6	-8,3	...
Tráfico aéreo pasajeros	2,9	6,0	1,5	-5,4	-4,0	-3,0	-7,1
Consumo de gasóleo automoción	-1,2	-3,7	-5,6	-4,5	-5,8	-7,9	...

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

(2) Filtrado de diferencias del calendario laboral.

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

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

(5) En volumen.

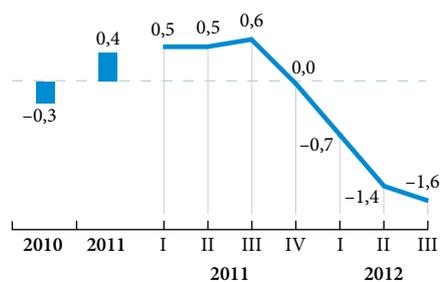
(6) Índice (sin estaciones de servicio) deflactado y corregido del efecto calendario.

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

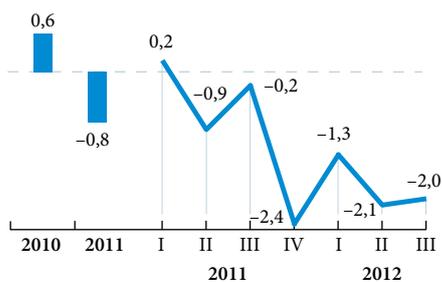
EVOLUCIÓN DEL PIB DE ESPAÑA POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual (*)

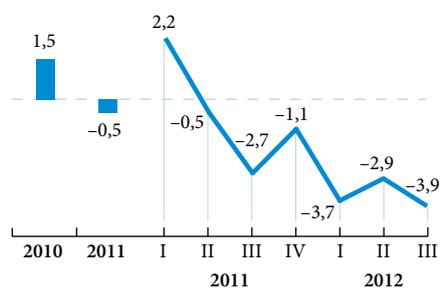
PIB



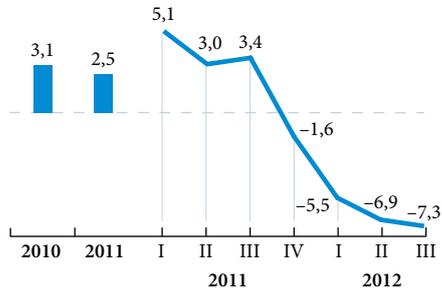
Consumo de los hogares



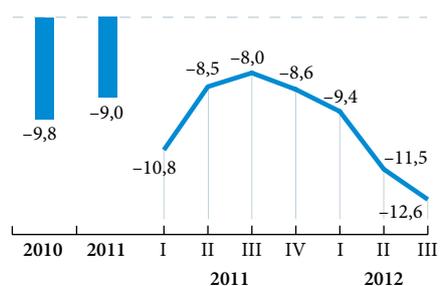
Consumo público



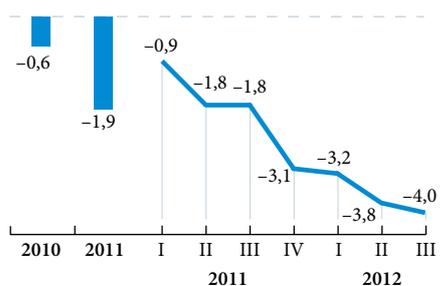
Inversión en bienes de equipo



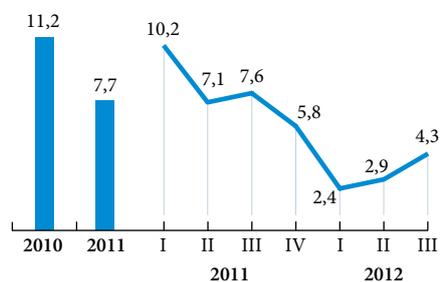
Inversión en construcción



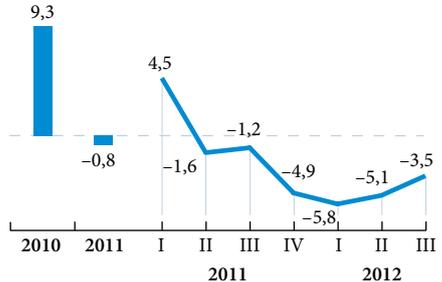
Demanda nacional (**)



Exportaciones de bienes y servicios



Importaciones de bienes y servicios



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

(**) Contribución al crecimiento del PIB.

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

La Comisión Europea rebaja el crecimiento en 2013 al -1,4%.

Destaca el dato de exportaciones, que se incrementaron en un 4,8%, lo que supone el mejor registro de la última década. El incremento de las importaciones, del 2,4%, hizo que la contribución del sector exterior no fuera mayor que la sucedida. Con todo, el sector exterior sigue siendo la única fuente de crecimiento de la economía española, lo que refleja el importante esfuerzo internacionalizador de las empresas españolas, incluso medianas y pequeñas.

En definitiva, a pesar de haber experimentado una caída de la actividad menor de la esperada en el tercer trimestre, no hay señales de que se esté produciendo un cambio de tendencia. Más bien se espera una aceleración de la contracción en lo que queda de año y una lenta recuperación de la actividad en 2013. Así lo pronostica la Comisión Europea en su nuevo escenario de previsiones de otoño. Según estas estimaciones, el retroceso del PIB del año que viene será el mismo que el de este año, del -1,4% concretamente, un registro en línea con el consenso de analistas y sustancialmente inferior al previsto por el Gobierno, del -0,5%.

La Comisión Europea también ha rebajado las previsiones de crecimiento en 2013

para todos los países de la zona del euro. En conjunto, se espera un crecimiento del 0,1%. Esta debilidad de la zona del euro constituye el principal riesgo para la recuperación, pues el sector exterior es el único impulso al crecimiento de la economía española y la eurozona es su principal socio comercial. En este sentido, se deberían orientar esfuerzos a diversificar las exportaciones hacia países con mayores perspectivas de crecimiento, como son los grandes emergentes.

Pero sin duda alguna, la mejor receta para lograr una recuperación sostenida a largo plazo es recuperar la competitividad perdida. Con este fin, es importante seguir impulsando las reformas estructurales para mejorar el entorno regulatorio y empresarial, facilitar la creación de empresas e incrementar la eficiencia de la Administración y la Justicia, entre otros. Estos son los pilares señalados por parte del Banco Mundial en su *ranking* de «Facilidad para hacer negocios» (*Doing Business*) en el que España ocupa el lugar 44, descendiendo dos lugares respecto al año anterior. Una mejora en estas categorías permitiría situar a las empresas españolas en una mejor situación competitiva en el plano internacional.

Mercado de trabajo

El mercado de trabajo sigue deteriorándose

La Encuesta de la Población Activa (EPA) correspondiente al tercer trimestre de 2012 confirmó que el ritmo de destrucción del empleo se mantuvo estable con respecto al periodo anterior. Esta evolución es compatible con el hecho de que la contracción de la actividad económica en ambos trimestres fue similar, del 0,3% y del 0,4%, respectivamente. Las perspectivas en el corto plazo, en un contexto de notable debilidad de la economía, son que el deterioro del mercado laboral se intensificará ligeramente.

Los datos de la EPA mostraron que se destruyeron 96.900 puestos de trabajo de julio

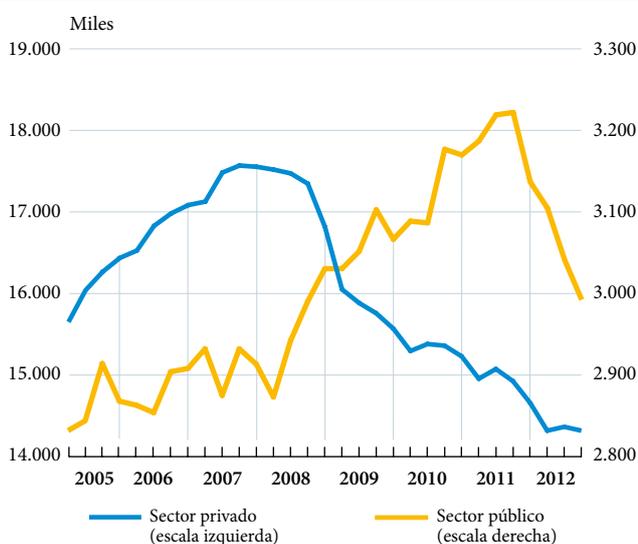
a septiembre, por lo que la cifra de ocupados se situó en 17.320.300 personas. Con este descenso, inferior a los 146.800 empleos perdidos durante el mismo periodo del año anterior, la tasa de caída interanual se redujo dos décimas hasta el 4,6%.

Uno de los datos más interesantes en lo que concierne a la evolución del empleo en el último año es que los ocupados por cuenta propia aumentaron, especialmente durante el tercer trimestre. La difícil situación del mercado laboral ha hecho necesaria la búsqueda de fórmulas alternativas y ello ha dado un impulso al número de emprendedores. De este modo, según la EPA del tercer trimestre, en el último año los asalariados retrocedieron un 6,2%, 946.300 personas en valores absolutos, y

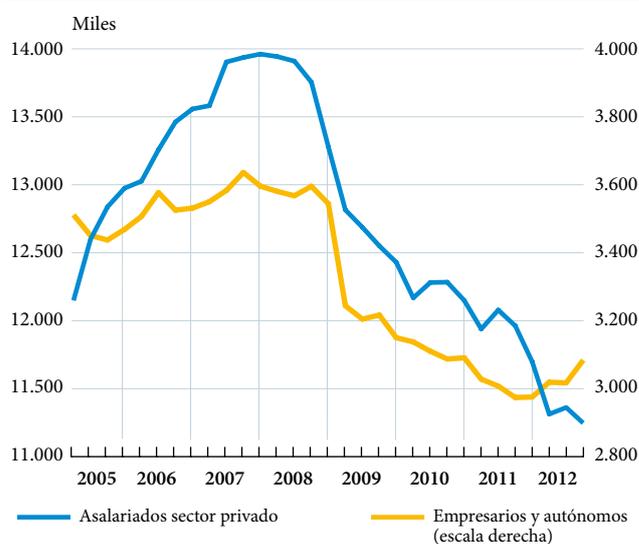
La ocupación cae un 4,6% interanual en el tercer trimestre de 2012.

EL SECTOR PÚBLICO ACELERA EL AJUSTE, MIENTRAS QUE EL SECTOR PRIVADO FRENA SU CORRECCIÓN GRACIAS AL IMPULSO DE EMPRESARIOS Y AUTÓNOMOS

Evolución del empleo en el sector público y privado



Evolución del empleo en el sector privado



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

EMPLEO ESTIMADO

Tercer trimestre 2012

	Ocupados (miles)	Variación trimestral		Variación acumulada		Variación anual		% participación
		Absoluta	%	Absoluta	%	Absoluta	%	
Por sectores								
Agricultura	720,4	-11,9	-1,6	-88,0	-10,9	12,6	1,8	4,2
No agrarios	16.600,0	-85,0	-0,5	-399,1	-2,3	-848,5	-4,9	95,8
<i>Industria</i>	2.442,0	3,8	0,2	-84,3	-3,3	-134,3	-5,2	14,1
<i>Construcción</i>	1.136,8	-56,1	-4,7	-140,1	-11,0	-233,9	-17,1	6,6
<i>Servicios</i>	13.021,2	-32,7	-0,3	-174,7	-1,3	-480,3	-3,6	75,2
Por empleadores								
Sector privado	14.328,6	-47,6	-0,3	-342,8	-2,3	-607,1	-4,1	82,7
Sector público	2.991,7	-49,4	-1,6	-144,4	-4,6	-228,9	-7,1	17,3
Por situación profesional								
Asalariados	14.233,1	-164,2	-1,1	-596,1	-4,0	-946,3	-6,2	82,2
<i>Contrato indefinido</i>	10.811,4	-179,4	-1,6	-313,3	-2,8	-417,5	-3,7	62,4
<i>Contrato temporal</i>	3.421,8	15,3	0,4	-282,6	-7,6	-528,6	-13,4	19,8
No asalariados	3.077,3	64,9	2,2	108,6	3,7	108,4	3,7	17,8
<i>Empresarios empleadores</i>	933,9	9,0	1,0	30,3	3,4	-1,6	-0,2	5,4
<i>Empresarios no empleadores</i>	2.010,9	51,0	2,6	75,7	3,9	101,2	5,3	11,6
<i>Ayudas familiares</i>	132,5	4,9	3,8	2,6	2,0	8,8	7,1	0,8
Otros	9,9	2,3	30,3	0,3	3,1	1,9	23,7	0,1
Por tiempo de ocupación								
A tiempo completo	14.831,8	14,8	0,1	-517,2	-3,4	-925,9	-5,9	85,6
A tiempo parcial	2.488,5	-111,8	-4,3	30,0	1,2	90,0	3,8	14,4
Por sexos								
Varones	9.468,5	-28,2	-0,3	-337,1	-3,4	-565,5	-5,6	54,7
Mujeres	7.851,8	-68,7	-0,9	-150,1	-1,9	-270,4	-3,3	45,3
TOTAL	17.320,3	-97,0	-0,6	-487,2	-2,7	-836,0	-4,6	100,0

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

El sector público destruye más empleo que el privado.

ello contrasta con el incremento del 3,7% registrado por los no asalariados, que sumaron 110.300 individuos.

Cabe señalar que el total de asalariados engloba tanto trabajadores del sector privado como del público, cuyas trayectorias han sido muy diferentes desde el inicio de esta crisis en el segundo trimestre de 2008. Mientras la contracción en el sector privado empezó en el punto de partida de la recesión, el ajuste del personal de la Administración pública no llegó hasta finales de 2011. En los últimos meses, la pérdida de

asalariados del sector público ha ido ganando más profundidad en términos relativos. En esta línea, los datos de la EPA del tercer trimestre ponen de manifiesto que el descenso de asalariados del sector público fue relativamente mayor que el del sector privado, del 1,6% y del 1,0% intertrimestral, respectivamente.

En este contexto, el Real Decreto 1483/2012 de 29 de octubre facilitará que el adelgazamiento del personal del sector público continúe, aunque solo por parte de los trabajadores que no son funcionarios. Efecti-

vamente, esta ley define las condiciones en las que la Administración pública puede llevar a cabo un expediente de regulación de empleo: déficit presupuestario en el ejercicio anterior y caída del crédito de un 5% en el ejercicio corriente (o un 7% en los dos anteriores). Asimismo, se profundizan algunos aspectos de la reforma laboral en relación con los despidos colectivos. Por ejemplo, se detalla el funcionamiento del periodo de consultas para evitar que un expediente de regulación de empleo se pueda declarar nulo por defectos de forma: actuación de la autoridad laboral, documentación de la empresa, planes de recolocación, etc. Por otro lado, se reduce también la aportación pública a las prejubilaciones, ya que las empresas con beneficios que despidan a trabajadores de más de 50 años deberán compensar el coste generado al Servicio Público de Empleo.

Volviendo a los resultados de la EPA, el número de parados aumentó en 85.000 personas hasta contabilizar un total de

5.778.100 individuos, un incremento mayor de lo previsto porque se esperaba una mayor contracción de la población activa. Así, el efecto desánimo fue en parte compensado por la entrada de mujeres en el mercado laboral con el fin de amortiguar la caída de los ingresos de sus hogares. Como resultado, la tasa de paro del tercer trimestre se situó en el 25,0%, un nuevo máximo histórico.

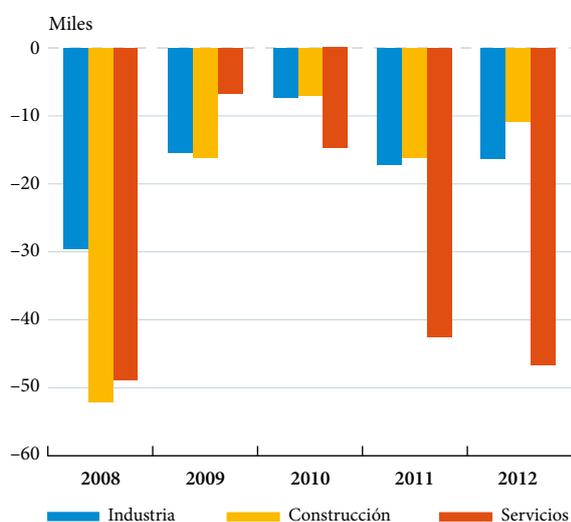
Por lo que respecta al último trimestre del año 2012, el número de afiliados en alta a la Seguridad Social en octubre bajó en 73.077 personas, un descenso muy parecido al registrado en el mismo mes del año anterior, con lo que el ritmo de caída de la ocupación permaneció estancado, en el 3,6% interanual. Desde el año 2000, cuando empezó a compilarse esta serie, tan solo en 2008 la caída del total de afiliados en un mes de octubre fue superior, con un retroceso de cerca de 102.000 empleos. El descenso de la afiliación en octubre fue generalizado por ramas de actividad, aunque

El Gobierno aprueba un nuevo real decreto que detalla algunos aspectos de la reforma laboral.

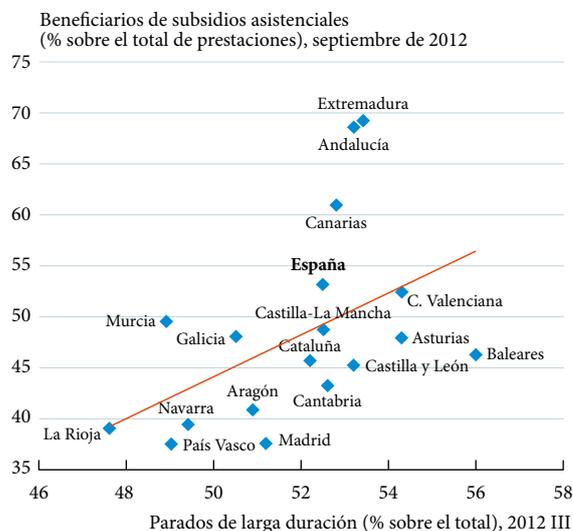
La tasa de paro alcanza el 25,0%, un récord histórico.

LOS SERVICIOS LIDERAN LA DESTRUCCIÓN DEL EMPLEO Y EL MAYOR NÚMERO DE PARADOS DE LARGA DURACIÓN DETERIORA LA CUANTÍA RECIBIDA POR PRESTACIÓN DE DESEMPLEO

Variación de la afiliación a la Seguridad Social en el mes de octubre de cada año



Cobertura por desempleo y paro de larga duración



NOTA: La tasa de paro de larga duración se calcula dividiendo el total de parados de larga duración (más de un año) por el número total de parados. FUENTES: Ministerio de Trabajo e Inmigración, Encuesta de Población Activa, Servicio Público de Empleo Estatal y elaboración propia.

El ritmo de caída del total de afiliados se mantiene en octubre en el 3,6% interanual.

cabe resaltar el mal comportamiento del sector servicios, en el que se perdieron cerca de 50.000 puestos de trabajo.

Por su parte, el paro registrado creció en 128.242 personas, más de 30.000 por encima de lo previsto. Según cifras desestacionalizadas, el desempleo aumentó en 37.000. Un 76% del incremento del paro del mes de octubre se concentró en los servicios, como consecuencia de un número considerable de empleos de carácter estacional. En el último año, el paro se incrementó en 472.595 personas, un 10,8% interanual. Con todo, la tasa de variación interanual se redujo cerca de cinco décimas, por lo que se desaceleró su ritmo de escalada.

La tasa de paro de larga duración se sitúa en el 53%.

Si bien la trayectoria de los registros laborales de este mes de octubre son igual de

negativos a los que se vivieron el año anterior, existe una característica que hace que la población en paro se encuentre en una situación menos favorable: el empeoramiento de la cobertura del paro. Esto es, en el transcurso de los últimos doce meses, el colectivo de personas que perdió su empleo hace más de un año aumentó sustancialmente, un 27% interanual, según datos de la EPA del tercer trimestre. Ello hace que la tasa de paro de larga duración haya alcanzado el 53% del total de parados, por lo que cada vez hay menos personas que tienen derecho a recibir prestaciones por desempleo. Entre estas, la ratio de los subsidios sobre el total aumenta. Según datos de septiembre, el 53% de los beneficiarios cobraron solo prestación asistencial (426 euros mensuales) frente a los 860 euros que se percibe de media con prestación contributiva.

POBLACIÓN ACTIVA, EMPLEO Y PARO POR COMUNIDADES AUTÓNOMAS

Tercer trimestre 2012

	Activos			Ocupados			Parados			Tasa de paro (%)
	Total (miles)	Variación anual	% variación anual	Total (miles)	Variación anual	% variación anual	Total (miles)	Variación anual	% variación anual	
Andalucía	4.021	36	0,9	2.597	-156	-5,7	1.424	191	15,5	35,4
Aragón	659	8	1,3	535	-10	-1,8	124	18	17,5	18,8
Asturias	485	6	1,3	379	-18	-4,4	106	24	28,8	21,8
Baleares	629	14	2,2	507	1	0,2	123	13	11,9	19,5
Canarias	1.124	12	1,1	746	-37	-4,8	378	50	15,1	33,6
Cantabria	277	-5	-1,7	233	-9	-3,6	44	4	9,6	15,7
Castilla y León	1.187	-7	-0,6	960	-42	-4,2	227	35	18,3	19,1
Castilla-La Mancha	989	-11	-1,1	712	-64	-8,2	277	52	23,2	28,0
Cataluña	3.725	-94	-2,5	2.885	-192	-6,2	840	98	13,3	22,6
Comunidad Valenciana	2.499	2	0,1	1.797	-83	-4,4	702	85	13,7	28,1
Extremadura	511	24	4,9	344	-28	-7,6	167	52	45,1	32,7
Galicia	1.312	-2	-0,1	1.048	-39	-3,6	264	38	16,6	20,1
Madrid	3.384	16	0,5	2.756	-40	-1,4	628	55	9,6	18,6
Murcia	748	11	1,5	533	-26	-4,7	216	37	20,9	28,8
Navarra	309	-1	-0,4	263	-11	-4,1	46	10	27,6	15,0
País Vasco	1.019	-42	-3,9	861	-70	-7,5	158	29	22,2	15,5
La Rioja	152	-7	-4,3	121	-10	-7,7	31	3	11,6	20,3
Ceuta y Melilla	68	4	6,4	44	-2	-4,6	24	6	34,1	35,9
Total	23.098	-36	-0,2	17.320	-836	-4,6	5.778	800	16,1	25,0

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

Precios

La inflación sigue subiendo

Tras la importante subida experimentada por el índice de precios de consumo (IPC) del mes de septiembre, debido al incremento del impuesto sobre el valor añadido (IVA), prosiguió en octubre la presión sobre los precios. La tasa de variación interanual del IPC aumentó una décima, hasta el 3,5% interanual. La variación mensual de octubre del IPC fue de ocho décimas, una décima inferior al registro del mes anterior. El incremento se hizo notar con mayor intensidad en la inflación subyacente, que excluye los componentes de alimentos frescos y la energía, aumentando su tasa de variación interanual del 2,1% al

2,4%, con lo que alcanzó el nivel más alto desde diciembre de 2008.

Dentro de los grupos con mayor repercusión mensual positiva en el índice general, merece destacar el vestido y calzado con un incremento mensual del 10,5%, que recoge el comportamiento de la nueva temporada de invierno, y una repercusión positiva de siete décimas en el IPC general. Por otra parte, prosigue la presión del incremento de tasas fijadas por las administraciones públicas, que en el mes de octubre ha influido de forma sensible en la enseñanza, con una variación intermensual del 9,2% y que hace aumentar una décima el IPC general. Dentro del grupo

La inflación se eleva una décima en el mes de octubre, hasta el 3,5% interanual.

Vestido y calzado y la enseñanza son los epígrafes más inflacionistas.

EL ENCARECIMIENTO DE LA ENSEÑANZA Y CULTURA Y OCIO IMPULSA LA INFLACIÓN EN OCTUBRE

Variación interanual del IPC



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística (INE).

En cambio, el transporte y la vivienda dan un respiro al IPC en octubre.

de gasto de enseñanza destaca el subepígrafe de la enseñanza superior, que presentó un crecimiento intermensual del 24,5%.

Otros bienes y servicios, menaje y alimentos y bebidas no alcohólicas aportaron, entre las tres clases de gastos, dos décimas a la tasa de crecimiento intermensual del IPC. Respecto al primero, fue el incremento de los precios de los servicios para el cuidado personal y otros seguros lo que explica el aumento. En el caso del menaje, su comportamiento se debe al incremento de los

precios de los artículos textiles para el hogar y los muebles, y finalmente, en el caso de la tercera clase de gasto, su alza se explica por la subida del precio de los aceites.

Por el contrario, el ritmo de caída de los precios del transporte, cuya variación fue de -0,8% intermensual, se debe a la disminución de los precios de los carburantes y lubricantes y, aunque en menor medida, a la reducción del precio de los automóviles. En este caso repercutió negativamente en el IPC general con 1,3 décimas. Otro com-

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	103,1	0,1	0,3	1,6	2,0	2,2	2,5
Bebidas alcohólicas y tabaco	107,6	1,0	0,0	4,0	5,3	10,4	5,5
Vestido y calzado	105,6	10,3	10,5	-3,1	-3,0	0,3	0,4
Vivienda	107,1	0,4	-0,6	5,5	5,9	6,3	6,1
Menaje	101,8	0,5	0,9	0,6	0,8	1,0	1,3
Medicina	110,8	0,2	0,2	-0,3	13,3	-0,5	10,5
Transporte	107,1	-0,2	-0,8	4,7	6,3	7,6	6,5
Comunicaciones	97,4	-0,6	0,0	-1,5	-1,6	-1,6	-1,7
Ocio y cultura	101,7	-0,8	-0,1	-0,3	0,3	0,0	2,0
Enseñanza	112,5	2,0	9,2	2,7	10,3	2,9	10,4
Hoteles, cafés y restaurantes	101,2	-0,3	-0,2	1,3	1,2	1,3	1,0
Otros	103,8	0,1	0,9	2,4	3,1	2,7	3,4
Agrupaciones							
Alimentos con elaboración	104,1	0,3	0,5	2,7	2,6	4,4	3,0
Alimentos sin elaboración	103,0	-0,1	-0,2	0,2	2,2	0,9	2,7
Conjunto no alimentario	104,5	0,9	1,0	1,8	3,0	2,9	3,6
Bienes industriales	106,3	2,1	1,4	2,2	3,9	4,3	4,7
<i>Productos energéticos</i>	112,5	0,1	-1,8	10,1	10,9	14,5	11,2
<i>Carburantes y combustibles</i>	112,2	0,2	-1,8	10,2	10,4	16,2	10,7
<i>Bienes industriales sin productos energéticos</i>	103,7	3,0	3,0	-0,7	1,0	0,6	2,0
Servicios	102,8	-0,2	0,6	1,4	2,2	1,6	2,6
Inflación subyacente (**)	103,3	1,0	1,3	0,9	1,9	1,7	2,5
ÍNDICE GENERAL	104,4	0,8	0,8	1,8	2,9	3,0	3,5

NOTAS: (*) Base 2011 = 100.

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

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

ponente de la cesta del consumidor que ayudó a reducir la presión inflacionista fue la vivienda, que presentó una tasa de crecimiento de -0,6% intermensual y una repercusión negativa de casi una décima en el IPC general. Este hecho fue debido principalmente a la bajada de precios de la electricidad y el gas.

En definitiva, puede afirmarse que durante el mes de octubre la presión en precios no provino del componente energético del IPC. Tampoco la alimentación, si bien tuvo una repercusión positiva sobre el IPC general, explica en buena parte el incremento en precios. Tal y como se demuestra con el mayor incremento de la inflación subyacente en el mes de octubre con respecto al IPC general, dos son los motivos principales que explican la persistencia de la inflación. En primer lugar, la entrada en vigor de unas tasas administrativas, como por ejemplo, en la enseñanza universitaria. En segundo lugar, las empresas siguen repercutiendo en sus precios la subida del IVA que entró en vigor el 1 de septiembre y que no aplicaron en su totalidad al inicio del cambio impositivo.

La información disponible acerca de la posible evolución de la actividad económica en el cuarto trimestre, avanzada por los indicadores de coyuntura, apunta a una continuación o incluso a una intensificación de la debilidad de la misma. Este entorno debería evitar nuevos repuntes de la inflación. Sin embargo, el reciente incremento de impuestos y tasas impide que a corto plazo pueda descender el IPC de forma significativa debido a que este impacto en el IPC se arrastrará durante 12 meses. En este contexto, es previsible que el IPC general se mueva en un entorno cercano al 3% interanual hasta bien entrado el próximo año.

Esta perspectiva mantendrá en los próximos meses la situación que se inició en el mes de agosto, cuando España presentó una inflación más alta que el conjunto de la eurozona. Un incremento sistemático y duradero a lo largo del tiempo de la inflación, en cualquier país del mundo, en comparación con el resto de Estados supone una pérdida de competitividad. Aunque esta afirmación debe matizarse, pues el diferencial con la zona del euro debería

La debilidad económica debería evitar nuevos repuntes de la inflación en los próximos meses.

La inflación española es ahora más alta que en la zona del euro.

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	0,8	2,9	3,5
Noviembre	0,4	2,2	2,9			
Diciembre	0,1	2,4	2,4			

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

Es probable que para el conjunto del año la media de la inflación esté cercana al 2,5%.

cerrarse a finales del próximo año. Por otra parte, la reducción de los precios industriales con una caída de tres décimas en septiembre y la contención de sueldos y salarios, reflejo de la debilidad en el mercado laboral, impiden que este repunte temporal de precios pueda trasladarse a otros sectores de la economía poniendo en riesgo la estabilidad de precios.

El aumento de la recaudación fiscal con impuestos indirectos como el IVA, a diferencia de los impuestos directos como el de sociedades o el IRPF, afecta de forma más intensa la competitividad exterior de la economía española. Por ejemplo, en determinados sectores como el de servicios turísticos, los consumidores internacionales no suelen descontar los impuestos cuando vuelven a sus países de origen. Con todo, el fuerte incremento de las exportaciones españolas en el tercer trimestre muestra la fortaleza del sector exportador y cómo la brecha entre la inflación

europea y la española no ha supuesto, al menos hasta ahora, una dificultad extraordinaria para mantener la cuota de exportaciones mundiales de España, que es alrededor del 1,7% según la Organización Mundial de Comercio.

De acuerdo con lo argumentado previamente sobre las perspectivas de inflación en España y salvo sorpresas de última hora, como por ejemplo un fuerte incremento del precio del petróleo, es muy probable que la inflación en los últimos meses del año pudiera estar ligeramente por encima del 3,0% interanual. Esto implicaría una inflación media para el conjunto del ejercicio cercana al 2,5%, un nivel próximo a nuestra previsión de IPC para el conjunto del año 2013, que mantenemos en el 2,4%. Esto supone un nivel de inflación interanual sensiblemente inferior a finales del próximo año, cuando se haya corregido el efecto de la subida del IVA de septiembre de 2012.

Sector exterior

La demanda externa en la zona del euro mantiene el ajuste comercial

El buen comportamiento del sector exterior volvió a evitar una mayor contracción de la economía española en el tercer trimestre de 2012. La contribución de la demanda externa al crecimiento intertrimestral del producto interior bruto (PIB) fue de 8 décimas en ese periodo. Esta aportación se explica por el intenso crecimiento de las exportaciones reales, del 4,8% intertrimestral entre julio y septiembre de 2012. Esta cifra representa un máximo desde el inicio de la serie, en el año 2000. Por lo que se refiere al cuarto trimestre, esperamos cierta ralentización del crecimiento de las exportaciones, aunque este seguirá siendo suficientemente elevado para mantener la contribución de la demanda externa en terreno positivo.

En efecto, el dato de septiembre, con una caída de las exportaciones reales del 2,8% interanual, muestra que difícilmente se podrá mantener el ritmo de crecimiento del tercer trimestre. Esta cifra contrasta con el aumento ligeramente superior al 5% interanual alcanzado en los dos meses anteriores. Sin embargo, la elevada volatilidad que presentan los registros mensuales no permite extraer conclusiones y deberemos esperar a nuevos datos del cuarto trimestre para conocer su evolución.

La tendencia que presentan las exportaciones hacia la zona del euro es más clara. El análisis de los datos nominales muestra una caída del valor de las ventas hacia el resto de países miembros de la unión monetaria del 5,7% interanual en septiembre.

Si tomamos como referencia un marco temporal más amplio, observamos que las exportaciones a la zona del euro acumuladas durante los últimos doce meses se mantuvieron prácticamente estancadas, con un crecimiento del 0,6% respecto al mismo periodo del año anterior. Este comportamiento contrasta con el buen ritmo de las ventas más allá de las fronteras del mercado único, que crecieron un 10,8% en el mismo periodo. Como consecuencia, el peso de las exportaciones destinadas a la zona del euro se está reduciendo gradualmente hasta alcanzar el 50,8% del total de ventas al exterior, una cuota seis puntos porcentuales por debajo del nivel alcanzado en 2009.

Se espera que esta tendencia se mantenga durante los próximos meses. Así, la débil demanda europea prevista para el cuarto trimestre del año apunta hacia nuevas contracciones de las exportaciones hacia la zona del euro. Este deterioro será compensado, en gran parte, por el buen ritmo exportador hacia el resto de países, en especial Rusia y China. Como consecuencia, el crecimiento de las exportaciones se mantendrá aún en niveles positivos durante los próximos meses, aunque posiblemente inferiores a los anotados en julio y agosto.

Simultáneamente, las importaciones nominales seguirán registrando tasas de variación negativas en línea con la tendencia mostrada durante los últimos meses. Destaca la intensificación de la contracción de las importaciones en septiembre, con una caída del 7,4% interanual, la sexta bajada de los últimos siete meses. Solamente el repunte registrado en el mes de julio,

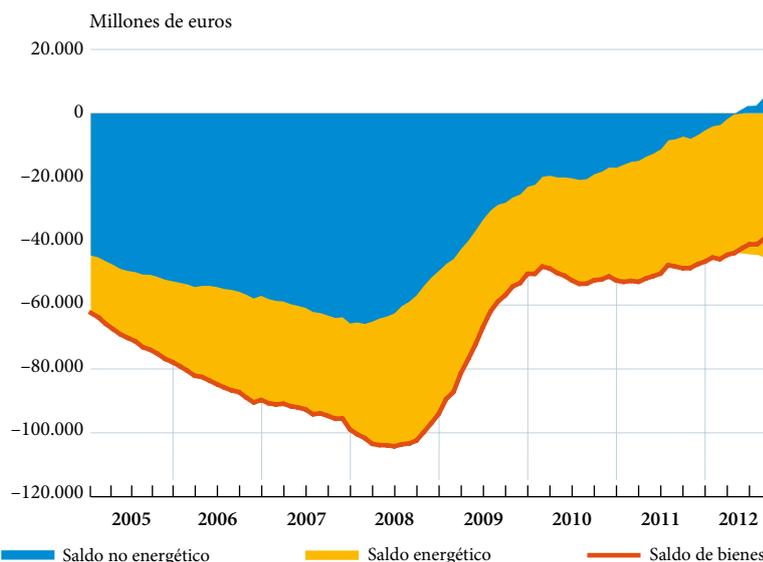
El sector exterior contribuye en 8 décimas a la variación intertrimestral del PIB del tercer trimestre.

Buen ritmo exportador hacia los países de fuera del área del euro.

Las exportaciones a la zona del euro se reducen un 5,7% interanual en septiembre.

EL SUPERÁVIT COMERCIAL NO ENERGÉTICO ACELERA SU RITMO DE CRECIMIENTO

Saldo acumulado de los últimos 12 meses



FUENTE: Departamento de Aduanas e Impuestos Especiales.

El déficit de bienes se reduce hasta el 3,5% del PIB impulsado por el buen comportamiento del saldo no energético.

debido al efecto del anticipo del consumo ante el aumento del impuesto sobre el valor añadido (IVA), interrumpió esta tendencia.

Como resultado, el desequilibrio de la balanza de bienes mantuvo su ritmo de corrección en septiembre. Así, el déficit de bienes acumulado durante los últimos doce meses se redujo en septiembre hasta los 37.418 millones de euros. Esta cifra equivale al 3,5% del PIB español, un nivel que no se alcanzaba desde el año 1997 y que se sitúa 9 décimas por debajo del nivel de diciembre de 2011. Destaca, sin embargo, la distinta evolución entre el componente energético y el no energético. Así, como muestra el gráfico anterior, el déficit energético aumentó en 4.336 millones de euros en ese mismo periodo para situarse muy cerca del máximo histórico de finales de 2008. Este deterioro fue más que compensado por la mejora del saldo no energético de 13.255 millones de euros, que alcanzó un superávit de 8.076 millones de euros.

A medio plazo, esta corrección del saldo de bienes se verá acompañado por el buen comportamiento de la balanza de servicios. En agosto de 2012, el superávit de servicios acumulado durante los últimos doce meses fue de 37.108 millones de euros, 2.867 millones de euros más que el registro de diciembre. Es importante observar que la mayor parte de esta mejora responde a la mayor aportación de los servicios no relacionados con las actividades turísticas. En el caso español estos engloban, principalmente, los servicios de transporte, financieros e informáticos.

Asimismo, el déficit de la balanza de rentas también mejoró durante los ocho primeros meses del año, en 1.322 millones de euros. Ello responde principalmente al menor pago de las rentas de capital al exterior, principalmente intereses, lo que contrasta con las tensiones financieras registradas durante la primera mitad del año, que elevaron el coste de financiación de la deuda española a los niveles máximos de la última década. El análisis de la cuenta

BALANZA DE PAGOS

Agosto 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	-19.457	-26,4	-32.736	9.869	-23,2
Servicios					
<i>Turismo</i>	22.002	2,2	31.086	1.453	4,9
<i>Otros servicios</i>	4.055	142,9	6.022	4.002	198,1
Total	26.057	12,4	37.108	5.454	17,2
Rentas	-15.659	-7,8	-24.784	-1.134	4,8
Transferencias	-7.080	11,8	-6.654	5	-0,1
Total	-16.139	-39,3	-27.066	14.195	-34,4
Cuenta de capital	3.126	-25,4	4.421	-1.652	-27,2
Balanza financiera					
Inversiones directas	6.592	-	12.381	20.145	-
Inversiones de cartera	-81.241	-	-95.813	-112.992	-
Otras inversiones	-172.524	-	-236.735	-273.536	-
Total	-247.173	-	-320.168	-366.383	-
Errores y omisiones	-7.247	-	-10.184	-10.848	-
Variación de activos del Banco de España	267.433	-	352.997	364.689	-

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.

financiera muestra las razones. Así, se aprecia un cambio claro en el patrón de financiación entre diciembre de 2011 y agosto de 2012. Concretamente, el recurso al Eurosistema se ha convertido en la prin-

cipal fuente de entrada de capitales, en detrimento de las inversiones en cartera y a corto plazo. El menor tipo de interés exigido por el primer instrumento permitió reducir el déficit de rentas.

El recurso al Eurosistema sigue siendo la principal fuente de financiación de la economía.

Sector público

La Comisión Europea reconoce el esfuerzo de ajuste

El fin de año suele ser un momento propicio para evaluar los resultados logrados a lo largo del ejercicio. En el caso del sector público español, los datos disponibles de ejecución presupuestaria dejan entrever una importante desviación del déficit público respecto a los objetivos acordados con la Comisión Europea. Sin embargo, un análisis más detallado muestra el importante esfuerzo realizado por las administraciones públicas para lograr reducir el déficit en un contexto de deterioro económico. Este hecho no ha pasado desapercibido por la Comisión Europea (CE), que ha introducido ciertos matices en sus exigencias de estricto cumplimiento de los

objetivos fiscales por parte de los países en proceso de consolidación fiscal.

Según nuestras previsiones, la corrección del déficit público será de 1,2 puntos porcentuales en 2012, para disminuir del 9,4% al 8,2% del producto interior bruto (PIB). Esta escasa reducción se explica, en parte, por el reconocimiento de pérdidas de las ayudas públicas a la banca, que estimamos en un punto porcentual para este año frente a las 4 décimas de 2011. Una vez excluido este efecto, el ajuste del déficit público aumenta hasta 1,8 puntos porcentuales lo que representa dos tercios de la contracción necesaria para alcanzar el objetivo de déficit público para el conjunto del año, del 6,3% del PIB.

El déficit público se reducirá hasta el 8,2% del PIB.

LAS MEDIDAS FISCALES EVITAN UNA NUEVA CAÍDA DE LOS INGRESOS TRIBUTARIOS

Ingresos tributarios del conjunto de las administraciones públicas acumulados en los últimos doce meses



FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda.

Pero la reducción del déficit público no refleja con exactitud el esfuerzo de consolidación fiscal llevado a cabo por las administraciones públicas. Así, la dificultad de corregir los desequilibrios presupuestarios es mucho mayor en un contexto recesivo como el actual que en un periodo de crecimiento económico. En efecto, las medidas de austeridad implementadas por el Gobierno se han visto parcialmente neutralizadas por el aumento de las partidas cíclicas de gasto y por la debilidad de los ingresos públicos. Un claro ejemplo es el gasto en prestaciones por desempleo que, entre enero y septiembre, aumentó en 1.315 millones de euros respecto al mismo periodo del año anterior.

La evolución de los ingresos públicos también sufrió un importante deterioro. Durante los nueve primeros meses del año, las cotizaciones a la Seguridad Social y los ingresos tributarios se redujeron un 2,5% y un 2,1% interanual, respectivamente. Ello representó una disminución de la recaudación en ese periodo de 4.434 millones de euros. De hecho, las medidas fiscales aprobadas para 2012, con un impacto sobre los ingresos tributarios estimado por el Gobierno de 15.000 millones de euros para el conjunto del año, evitaron una caída aún mayor. Por lo tanto, la mejor medida del esfuerzo de consolidación fiscal del sector público es la evolución del saldo estructural. Este componente del saldo fiscal equivale al déficit público una vez excluido el deterioro provocado por el ciclo económico. Para 2012, la CE prevé que la mejora de este componente del déficit será significativa, situándose alrededor de los 2 puntos porcentuales del PIB.

El análisis detallado de los datos mensuales de ejecución presupuestaria muestra que gran parte de este esfuerzo ha sido realizado por las comunidades autónomas. Así, el déficit acumulado hasta el mes de agosto se redujo en 8 décimas respecto

al mismo periodo del año anterior. Aunque existen diferencias importantes entre territorios, la mayor parte de esta mejora responde a la caída del gasto público. Destaca la corrección del capítulo de gastos de personal, del 4,4% interanual, así como de las inversiones reales, que se redujeron un 29,2% respecto al mismo periodo de 2011. El ajuste observado durante estos primeros ocho meses del año se alinea con nuestra previsión para el conjunto del año. Concretamente esperamos que el déficit de las comunidades autónomas se reduzca en 1,3 puntos porcentuales respecto al año pasado, para situarse en el 2,0% del PIB. Esta cifra, no obstante, supera en 5 décimas el exigente objetivo establecido para final de año.

Los datos presupuestarios del Estado todavía no son concluyentes. En efecto, el déficit acumulado durante los nueve primeros meses del año alcanzó el 4,4% del PIB, solo una décima por debajo del límite fijado para 2012. Se trata de un margen de maniobra muy escaso, especialmente si lo comparamos con el repunte del déficit registrado en el último trimestre del año pasado, de 1,6 puntos porcentuales. Sin embargo, los esfuerzos del Estado para corregir su desequilibrio presupuestario han sido notables, principalmente por el lado del gasto. Así las distintas partidas de inversión se redujeron en un total de 4.305 millones de euros hasta septiembre. La remuneración de los asalariados, por su lado, mantuvo el tímido ritmo de ajuste mostrado a lo largo del año, aunque, sin duda, la eliminación de la paga extra de Navidad incrementará su contracción. Un efecto similar se observó con la recaudación del impuesto sobre el valor añadido (IVA) del mes de septiembre. La subida de los tipos impositivos en ese mes supuso un incremento del IVA del 12,1% respecto al mismo mes de 2011. Este aumento contrasta con la caída del 8,4% interanual observada durante los ocho meses anteriores.

El deterioro de la actividad económica neutraliza parte de los esfuerzos de consolidación fiscal.

El déficit de las comunidades autónomas se reduce en 8 décimas entre enero y agosto.

La recaudación del IVA aumenta un 12,1% interanual en septiembre debido al incremento del tipo impositivo.

La Comisión Europea evalúa positivamente el ajuste del déficit estructural español.

En este contexto, el vicepresidente económico de la Comisión Europea, Olli Rehn, reconoció el esfuerzo realizado por el sector público español. Su comparecencia aportó nuevos matices sobre la evaluación

del proceso de consolidación fiscal. Así, la CE considera que las medidas aprobadas garantizan el esfuerzo necesario para corregir el déficit estructural de 2012 y 2013 a un ritmo satisfactorio.

La reducción del déficit público: muchas preguntas y alguna respuesta

El papel que el sector público debe jugar durante la recesión sigue centrando el debate de política económica en la mayoría de países desarrollados y, con toda seguridad, seguirá siendo objeto de discusión en 2013, especialmente en países como España. La disyuntiva de fondo, austeridad o estímulo económico, no es nueva. Pero los economistas dedicaron poca atención a esta cuestión durante los años de bonanza y, llegada la recesión, no han sabido dar una respuesta clara y sin fisuras. Un reflejo de ello es el cambio de discurso de los organismos internacionales, que ha generado cierto desconcierto en un tiempo en el que abundan las preguntas y escasean las respuestas.

En noviembre de 2008, al constatar los pésimos datos de crecimiento de la mayoría de países europeos, la Comisión Europea (CE) lanzó el Plan de Recuperación Económica Europea, bajo el lema «la hora de actuar». El plan constaba de dos pilares. Por un lado, «la inyección masiva de poder adquisitivo en la economía con objeto de estimular la demanda». Para ello se disponía de 200.000 millones de euros, el 1,5% del PIB de la Unión Europea. El segundo pilar consistía en «reforzar la competitividad de Europa a largo plazo».

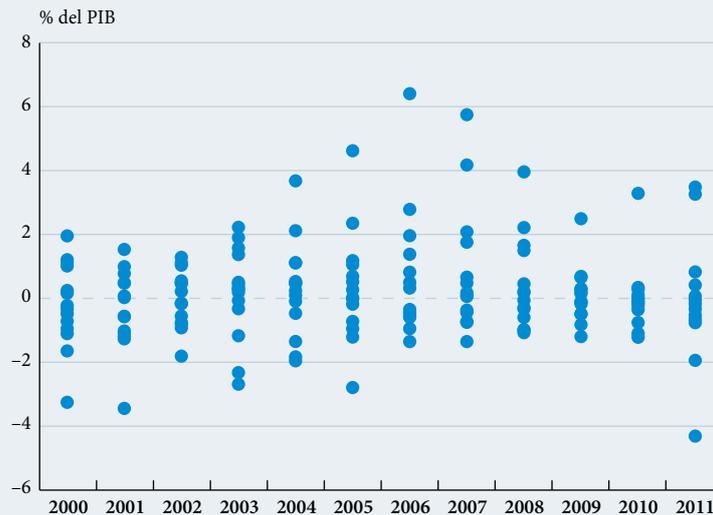
En claro contraste con el fomento de una política presupuestaria expansiva, al cabo de dos meses la CE abrió un Procedimiento de Déficit Excesivo (PDE) a España. El déficit público de 2008 se estimaba en el 3,4% del PIB, por encima del 3,0% fijado en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC). Además, se esperaba que en 2009 pudiera alcanzar el 6,2%. De todas formas, ello quedó en un segundo plano, ya que el nivel de deuda pública parecía controlado. En 2008, era del 40% del PIB, uno de los más bajos de la eurozona y claramente por debajo del 60% fijado en el PEC.

La realidad, sin embargo, superó todas las previsiones. En 2009, el déficit público acabó situándose en el 11,2%, casi el doble de lo previsto inicialmente. El margen para llevar a cabo políticas expansivas pasó a ser considerado como extremadamente limitado. El temor era que, a pesar de tener un nivel de deuda pública relativamente bajo, si no se corregía el déficit rápidamente la deuda podría ascender a niveles menos confortables en poco tiempo. Por ello, desde entonces, el cumplimiento de los objetivos de déficit fijados por la CE ha condicionado el diseño de la política económica española, al igual que en otros países.

La estrategia que ha seguido la CE para asegurar que los países que incumplen el PEC corrijan su déficit ha generado un intenso debate. Concretamente, cuando abre un PDE, la CE fija una senda de reducción del déficit público y otra de reducción del déficit estructural. Este segundo pilar tiene como base un sólido argumento conceptual: la parte del déficit que es cíclica se corregirá cuando la economía vuelva a crecer. Por lo tanto, para evitar que la deuda pública entre en una dinámica de crecimiento insostenible, los esfuerzos se deben centrar en ajustar la parte estructural del déficit.

En la práctica, sin embargo, no es trivial implementar esta teoría. Para identificar qué parte del déficit será estructural y qué parte será cíclica, previamente se tiene que determinar a qué ritmo podrá crecer la economía cuando salga de la recesión o, lo que es lo mismo, su tasa de crecimiento potencial. En esta materia, desafortunadamente, la economía

DIFERENCIA ENTRE EL DÉFICIT ESTRUCTURAL ESTIMADO POR EL FMI Y LA CE PARA CADA PAÍS DE LA EUROZONA



NOTA: La diferencia entre el déficit estructural de Irlanda en 2010, -19,3, queda fuera del eje.
FUENTES: FMI, CE y elaboración propia.

está lejos de ser una ciencia exacta. En este sentido, no es de extrañar que el FMI y la CE discrepen no solo en sus previsiones sobre los componentes estructural y cíclico del déficit, sino en su evolución histórica (véase gráfico anterior).

Otro elemento que ha generado controversia es que los objetivos de déficit establecidos por la CE no contemplan de manera explícita el esfuerzo fiscal que un país debe hacer. Entendiéndose por esfuerzo fiscal la cuantía de las medidas de aumento de impuestos y reducción de gastos que el país lleva a cabo. Este elemento es importante en épocas de recesión ya que el esfuerzo fiscal y la reducción final del déficit suelen diferir: el deterioro económico, ya sea cíclico o estructural, reduce el efecto del esfuerzo fiscal efectuado.

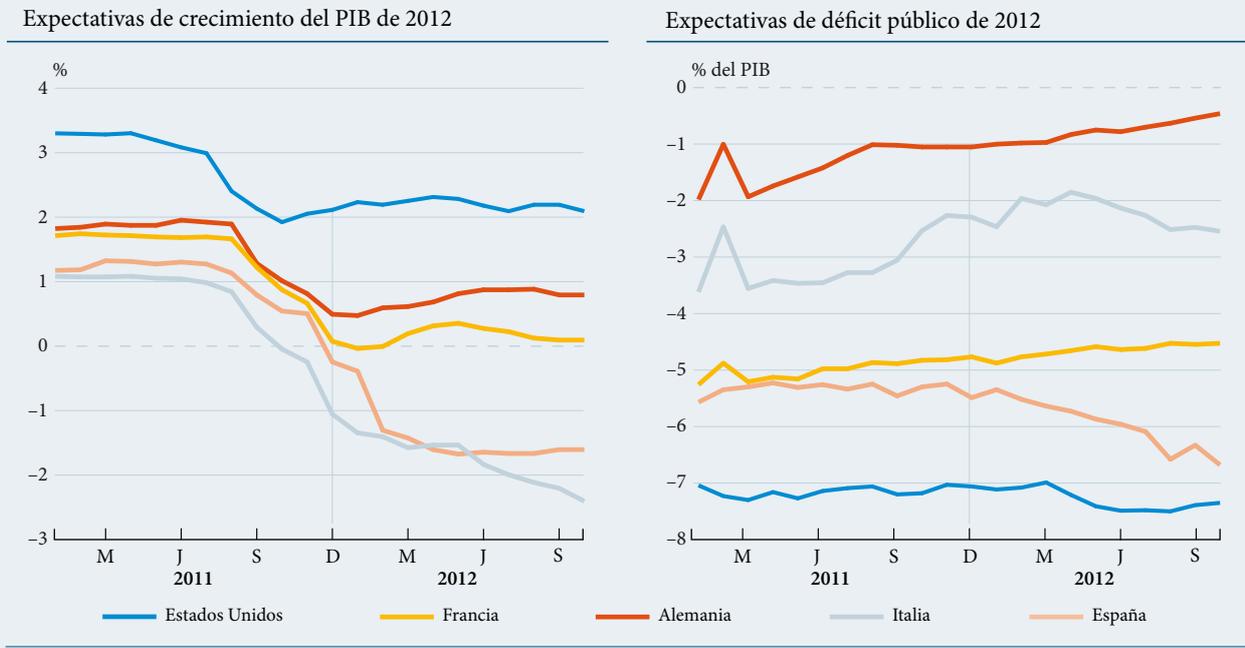
En un sistema en el que no se determina un nivel de esfuerzo fiscal explícitamente, no es sencillo distinguir si un incumplimiento de los objetivos de déficit es fruto de un deterioro económico mayor del previsto o porque no se adoptaron las medidas necesarias. Dada la poca transparencia del proceso, los incentivos a realizar ajustes con un elevado coste político son limitados. Además, la comunidad internacional, consciente de ello, tiende a interpretar el incumplimiento de los objetivos de déficit como el resultado de una falta de voluntad política. La polémica que ello suele generar no ayuda a que se recupere la confianza de los distintos agentes.

Además, por si el desconcierto fuera poco, en el último informe de perspectivas globales, el FMI cuestionó la velocidad a la que se tienen que llevar a cabo los ajustes del déficit público, abogando por aflojar el paso. El motivo: nunca se había producido, de forma sincronizada, un esfuerzo fiscal tan pronunciado en tantos países. Ello, argumentan, hace que los efectos negativos del esfuerzo fiscal sobre el crecimiento económico hayan sido mayores de los inicialmente previstos y, de hecho, podría ser uno de los principales factores de la recaída de la economía europea en 2012.

La reacción de la CE no se hizo esperar. En su informe de previsiones de otoño argumentó que, de hecho, el motivo fundamental de esta recaída ha sido el repunte de las tensiones financieras. Como se puede observar en el grá-

fico siguiente, el descenso de las perspectivas de crecimiento de 2012 se produjo entre los meses de junio y diciembre de 2011. Durante este lapso de tiempo, entre otras cosas, se anunció que se produciría una quita en la deuda pública griega y, además, la Autoridad Bancaria Europea realizó los tests de estrés a la banca contabilizando la deuda pública de los distintos países con una probabilidad de impago positiva, lo que alimentó los temores a que lo sucedido en Grecia se podría repetir en otros países. Quizás lo que es más notorio es que mientras ello sucedía, las perspectivas de déficit público para 2012 se mantuvieron prácticamente inalteradas. En este contexto, es difícil pensar que fuera un cambio en la política fiscal prevista la causante de la recaída de la economía europea.

LA RECAÍDA ECONÓMICA DE LA EUROZONA: ¿CONSOLIDACIÓN FISCAL O QUIEBRA DE LA CONFIANZA?



FUENTES: Consensus Forecasts y elaboración propia.

A medida que pasa el tiempo, el papel que debe jugar el sector público es más confuso. El debate en torno al cumplimiento de los objetivos de déficit, generado por un sistema de fijación de objetivos difícil de verificar, así como las discrepancias sobre los efectos de la consolidación fiscal sobre el crecimiento, parecen difíciles de resolver. En este sentido, la creación de una agencia fiscal independiente, prevista en el MOU de asistencia financiera a España, ayudará a hacer el proceso más transparente en el caso español. Su puesta en marcha, además, permitirá valorar, desde un punto de vista técnico, los pros y contras de las distintas medidas que se pueden llevar a cabo. El camino por recorrer es todavía largo y generará más preguntas, pero las pocas respuestas que tenemos se deberían implementar cuanto antes.

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

Ahorro y financiación

El sector bancario va recobrando la normalidad

El saneamiento de la parte más vulnerable del sector bancario español entra en su fase definitiva. Diciembre será un mes decisivo para las cuatro entidades bancarias participadas por el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB), que conforman el denominado grupo 1. La Comisión Europea debe aprobar sus planes de reestructuración y recapitalización o de resolución, que suponen un recorte significativo de las actividades no rentables y una reducción del riesgo. Una vez aprobados estos planes, las entidades empezarán a recibir las ayudas procedentes de los fondos de rescate europeos a través del FROB, que ascienden a 37.000 millones de euros.

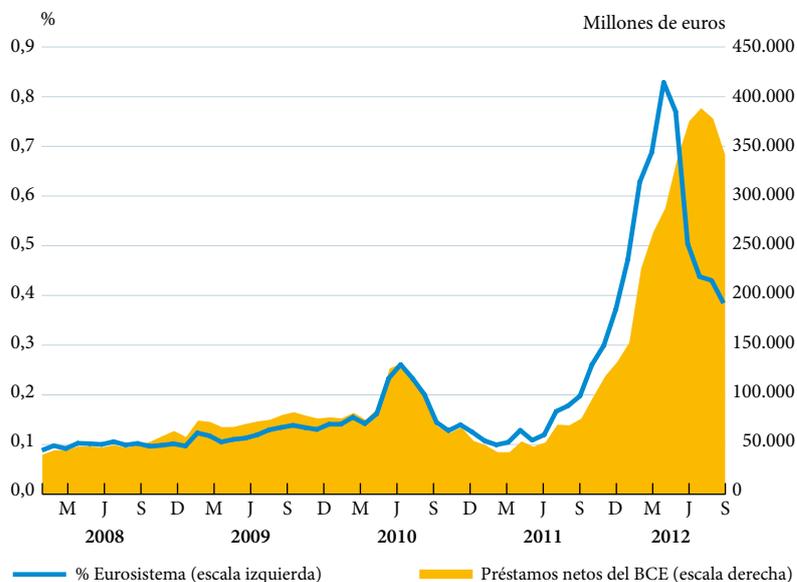
Esta cantidad es inferior a las necesidades de capital determinadas por los tests de resistencia de Oliver Wyman, dado que los planes de recapitalización incluyen medidas como ventas de activos o asunción de pérdidas por los tenedores de instrumentos híbridos y subordinados, que reducen los requerimientos de ayudas públicas.

Por su parte, el Gobierno aprobó el pasado 14 de noviembre la legislación que sienta las bases jurídicas sobre las cuales se constituye la Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria (Sareb). El objetivo inicial es que la entidad esté plenamente operativa a principios de diciembre. Sin embargo, para su puesta en marcha, es necesario que la Sareb consiga al menos el 50% de capital pro-

Los bancos nacionalizados empezarán a transferir activos a la Sareb en diciembre.

LOS BANCOS ESPAÑOLES REDUCEN SU DEPENDENCIA DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

Préstamos netos del BCE a entidades españolas y porcentaje del Eurosistema



FUENTE: Banco de España.

Los bancos españoles reducen su dependencia del Banco Central Europeo.

cedente de accionistas privados. Aunque varios inversores internacionales han mostrado su interés en invertir en esta sociedad, al cierre de este informe aún no se han concretado las fuentes de financiación.

Una vez la Sareb esté plenamente operativa, los bancos del grupo 1 podrán empezar a transferir sus activos. Más adelante, se procederá a la transmisión de activos del resto de entidades bancarias que precisen ayudas públicas según sus planes de recapitalización. El tamaño máximo legal de la Sareb es de 90.000 millones de euros, capacidad que se estima suficiente para albergar los activos que van a ser transferidos. La cuestión más sensible sigue siendo el valor de transferencia. En este sentido, el Banco de España estima que el descuento promedio con relación al valor bruto en libros sea del 63% para activos adjudicados y del 46% para los préstamos. Con estos valores, se espera que la Sareb sea una sociedad rentable, con un rendimiento sobre recursos propios, según el plan de negocio presentado, del 14%-15% del capital a lar-

go plazo en un escenario conservador. Sin embargo, aún siguen abiertas muchas cuestiones sobre el funcionamiento de la Sareb en el medio plazo, como son la gestión de activos o la velocidad de las ventas.

En la medida que este proceso de reestructuración bancaria se siga desarrollando de forma ordenada, es de esperar que se restaure el acceso a los mercados financieros por parte de las entidades financieras españolas. De hecho, ya se han observado los primeros signos de esta recuperación. Por un lado, se ha reducido la dependencia de la financiación del Banco Central Europeo (BCE), que cayó por segundo mes consecutivo, situándose en 341.000 millones de apelación neta en el mes de octubre. Esto supone una disminución considerable respecto al máximo de 388.000 del mes de agosto y representa un 38,6% del total de préstamos netos del BCE al conjunto del Eurosistema. Por otro lado, los depósitos de no residentes se han incrementado por primera vez en 14 meses, en unos 5.000 millones de euros, lo que parece indicar

FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS (1)

Septiembre 2012

	Saldo	Variación año actual	Variación 12 meses	% participación
	Millones de euros	Millones de euros	% (2)	
Sector privado	2.053.834	-72.422	-3,8	71,5
Empresas no financieras	1.213.254	-42.042	-3,9	42,3
<i>Préstamos de entidades residentes (3)</i>	792.700	-48.187	-5,9	27,6
<i>Valores distintos de acciones</i>	69.985	4.988	9,5	2,4
<i>Préstamos del exterior</i>	350.568	1.157	-1,3	12,2
Hogares (4)	840.580	-30.380	-3,6	29,3
<i>Préstamos para la vivienda (3)</i>	647.782	-19.084	-3,3	22,6
<i>Otros (3)</i>	189.974	-11.091	-4,7	6,6
<i>Préstamos del exterior</i>	2.824	-204	5,4	0,1
Administraciones públicas (5)	817.424	80.956	13,7	28,5
TOTAL	2.871.258	8.534	1,0	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.

PASIVOS DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO FRENTE A EMPRESAS Y FAMILIAS

Septiembre 2012

	Saldo	Variación año actual		Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%	
A la vista	261.544	-8.167	-3,0	-610	-0,2	20,3
De ahorro	200.291	-2.658	-1,3	643	0,3	15,5
A plazo	657.901	-39.835	-5,7	-65.658	-9,1	51,0
En moneda extranjera	17.081	-638	-3,6	-1.322	-7,2	1,3
Total depósitos	1.136.817	-51.298	-4,3	-66.948	-5,6	88,1
Resto del pasivo (*)	154.202	-30.762	-16,6	-34.673	-18,4	11,9
TOTAL	1.291.019	-82.060	-6,0	-101.621	-7,3	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.

que el saneamiento del sector bancario español está devolviendo la confianza a los inversores internacionales.

Por su lado, los depósitos del sector privado residente se incrementaron en 6.654 millones de euros en el mes de septiembre, lo que mejora la tasa de variación interanual hasta el -5,5%, desde el -6,6% del mes de agosto. Este incremento se explica por la supresión de los límites de remuneración de los depósitos.

A pesar de este mejor comportamiento de los depósitos, el flujo de crédito al sector privado sigue deprimido, con una tasa de variación interanual del -3,8%, mientras que la tasa de mora se ha incrementado hasta el 10,7%. Esta reducción de los préstamos bancarios está afectando tanto a empresas como a hogares, que presentan caídas del 3,9% y del 3,6%, respectivamente.

De acuerdo con la encuesta de préstamos bancarios del tercer trimestre, las dificultades para acceder a la financiación de los mercados sigue afectando la capacidad de los bancos para conceder préstamos a empresas no financieras. Sin embargo, el principal factor que restringe la oferta sigue

siendo la percepción del riesgo y, en particular, las expectativas de la actividad económica en general. A pesar de ello, la caída de la demanda es el factor más importante para explicar el descenso del crédito. Los bancos encuestados esperan una evolución anémica de la demanda en los próximos tres meses, dado el proceso de desapalancamiento de los hogares y empresas no financieras, lo que se reflejará en una continuada contracción del crédito al sector privado.

El proceso de reestructuración de la banca española está llegando a su fin, pero aún quedan aspectos importantes por concluir. La puesta en marcha de la Sareb constituye una pieza clave en este proceso. El saneamiento del sector debería ayudar de forma significativa a restaurar sus fuentes de financiación, lo que en definitiva debería traducirse en un incremento del flujo de crédito para la economía real. Además, los avances a nivel europeo hacia una unión bancaria, con la creación de un Mecanismo Único de Supervisión, también son claves para una mayor integración financiera que garantice un acceso al crédito en condiciones similares en todos los países de la zona del euro.

La recesión económica deprime el crédito bancario.

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"

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 Alex 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? Alex 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 Coldeforns, 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 Análisis Económico
- Avelino Hernández
Director de Mercados Financieros
- Marta Noguer
Directora de Economía Internacional

INFORME MENSUAL

Diciembre 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.

