

Informe Mensual



DESEQUILIBRIOS ENTRE CENTRO Y PERIFERIA EN LA EUROZONA

No preguntes qué puede hacer Europa por ti. Pregunta lo que tú puedes hacer por Europa Pág. 20
La refundación de la UEM requerirá importantes cesiones de soberanía y una mayor legitimidad democrática

Reequilibrios de las cuentas corrientes en la eurozona Pág. 26
Las ganancias en competitividad y la moderación de la demanda interna, detrás de la corrección

Consolidación fiscal de la periferia: reequilibrio en marcha Pág. 30
El ajuste de los países periféricos refuerza los cimientos de la unión fiscal

Dinámicas de desendeudamiento privado en el centro y la periferia de la eurozona Pág. 47
Un mayor endeudamiento del centro podría ayudar al desapalancamiento de la periferia

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									
Producto interior bruto									
Estados Unidos	1,8	2,3	2,0	1,6	2,0	2,4	2,1	2,5	1,9
Japón	-0,5	2,1	0,9	-0,5	0,0	3,3	4,0	0,5	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	-0,1	-0,5	-0,6	-0,4
<i>Alemania</i>	3,1	1,0	1,0	2,7	1,9	1,2	1,0	0,9	1,0
<i>Francia</i>	1,7	0,1	0,4	1,5	1,1	0,2	0,1	0,0	0,0
Precios de consumo									
Estados Unidos	3,1	2,1	1,8	3,8	3,3	2,8	1,9	1,7	1,9
Japón	-0,3	0,0	-0,1	0,2	-0,3	0,3	0,2	-0,3	-0,3
Reino Unido	4,5	2,8	1,9	4,7	4,7	3,5	2,7	2,4	2,4
Zona del euro	2,7	2,5	2,1	2,7	2,9	2,7	2,5	2,5	2,3
<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	1,9
ECONOMÍA ESPAÑOLA									
Previsiones									
Agregados macroeconómicos									
Consumo de los hogares	-0,8	-1,8	-1,7	-0,2	-2,4	-1,3	-2,1	-2,0	-1,8
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	-8,8	-4,7	-4,2	-6,0	-7,5	-9,2	-9,9	-8,8
<i>Maquinaria y bienes de equipo</i>	2,5	-6,0	-1,4	3,4	-1,6	-5,5	-6,9	-7,3	-4,1
<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	4,2	9,9	7,6	5,8	2,4	2,9	4,3	7,3
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	-1,3	-1,3	0,6	0,0	-0,7	-1,4	-1,6	-1,7
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	2,3	3,1	2,8	2,0	2,0	2,8	3,2
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	-8,4	-6,2	-6,8	-14,8	-5,9	-11,3		
MERCADOS FINANCIEROS									
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	0,50	1,47	1,25	1,00	1,00	0,75	0,75
Bonos EE. UU. 10 años	2,77	1,78	1,95	2,42	2,03	2,02	1,81	1,62	1,68
Bonos alemanes 10 años	2,65	1,51	1,67	2,30	1,98	1,88	1,50	1,42	1,26
Tipos de cambio									
\$/Euro	1,39	1,29	1,31	1,41	1,35	1,31	1,28	1,26	1,29

Desequilibrios entre centro y periferia en la eurozona

Índice

- 1 Editorial
- 2 Resumen ejecutivo
- 6 **Coyuntura internacional**
 - 6 Estados Unidos
 - 10 Japón
 - 12 China
 - 13 Brasil
 - 14 México
 - 15 Materias primas
- 17 **Unión Europea**
 - 17 Actividad económica
 - 20 *No preguntes qué puede hacer Europa por ti. Pregunta lo que tú puedes hacer por Europa*
 - 21 Mercado de trabajo
 - 23 Precios
 - 24 Sector exterior
 - 26 *Reequilibrios de las cuentas corrientes en la eurozona*
 - 29 Sector público
 - 30 *Consolidación fiscal de la periferia: reequilibrio en marcha*
 - 33 Ahorro y financiación
 - 35 Europa emergente
- 38 **Mercados financieros**
 - 38 Mercados monetarios y de capital
- 47 *Dinámicas de desendeudamiento privado en el centro y la periferia de la eurozona*
- 50 **Coyuntura española**
 - 50 Actividad económica
 - 54 Mercado de trabajo
 - 58 Precios
 - 61 Sector exterior
 - 64 Sector público
 - 66 Ahorro y financiación

Los primeros años de vida del euro coincidieron con un largo ciclo de prosperidad en Europa. Ello hizo pensar que muchos de los desequilibrios existentes en varios de sus Estados miembros, notablemente en los llamados «países periféricos», se podrían corregir de forma gradual. No obstante, en muy poco tiempo, la crisis financiera iniciada en 2008 puso en evidencia que no podría ser así. Se ha tenido que quitar el polvo a la, durante tiempo olvidada, agenda de reformas estructurales para implementarla a marchas forzadas, al tiempo que se intentan sanear las finanzas públicas y se lleva a cabo el proceso de desapalancamiento en el sector privado. En los momentos más difíciles de la crisis, cuando la desconfianza hacia los países periféricos alcanzó su punto álgido, parecía una quimera poder llevar a cabo todos los ajustes al mismo tiempo. Sin embargo, ya se empiezan a obtener las primeras señales convincentes de que el proceso de reequilibrio está en marcha.

El ámbito en el que se ha producido un mayor progreso es el externo. El déficit por cuenta corriente de la periferia, que alcanzó el 6,7% del PIB en 2008, bajó hasta el 1,7% en 2012 según las previsiones de la Comisión Europea (CE). Ello es resultado, en parte, de la caída de la demanda interna en estos países pero, también, de las mejoras en la competitividad en precios que se están consiguiendo. Además, esta corrección se está llevando a cabo sin que los países del centro hayan impulsado políticas expansivas de su demanda interna, lo que habría hecho el proceso más llevadero.

La corrección de los desequilibrios internos también está bien encaminada, pero la delicada situación económica que atraviesa la periferia hace que sea algo más lenta. Su déficit fiscal, que se situó en el 8,8% del PIB en 2009, descendió hasta el 5,2% en 2012 según las previsiones de la CE. Se situaría, por lo tanto, solo 2,2 puntos porcentuales por encima del límite fijado en los criterios de Maastricht. Para llevar a cabo este ajuste, además, se está teniendo que lidiar con el fuerte aumento de los costes de financiación derivados, en parte, de las tensiones financieras. Mientras en la mayoría de países de la periferia el gasto en intereses de la deuda supera el 4% del PIB, en los países del centro se sitúa alrededor del 2%.

El proceso de desapalancamiento de los países periféricos también parece encauzado, pero el ajuste pendiente en esta materia es todavía considerable y limitará la capacidad de recuperación a medio plazo. En este sentido, parece contradictoria la actuación de los países del centro, que pese a tener unos niveles de endeudamiento sustancialmente inferiores a los de la periferia, también están llevando a cabo un proceso de desapalancamiento.

Además de los problemas estructurales de los países de la periferia, la crisis también ha puesto en evidencia que los pilares institucionales sobre los que se construyó el proyecto común europeo están llenos de grietas. Para poderlos apuntalar, es imprescindible dotar a la eurozona de los instrumentos necesarios para que, de ahora en adelante, puedan llevar a cabo un mayor control de los desequilibrios macroeconómicos, fiscales y del sistema financiero. Sin embargo, mientras en este último ámbito se ha llegado a acuerdos de calado, como la transferencia al Banco Central Europeo de las funciones de supervisión de la banca europea, en los dos otros frentes los avances han sido más modestos. Además, no se podrán llevar adelante sin antes mejorar la legitimidad democrática de las instituciones europeas, ya que para poderlos acometer se precisarán importantes cesiones de soberanía. El proceso es extremadamente complejo, pero en tiempos excepcionales se requieren decisiones excepcionales.

RESUMEN EJECUTIVO

Se estabilizan los mercados de deuda soberana europeos.

Aumenta la probabilidad de que el BCE recorte el tipo de interés de referencia.

La Fed se compromete a no subir el tipo de interés hasta que la tasa de paro no baje del 6,5%.

2013, ¿el año del inicio de la recuperación?

Se acaba un año marcado por los convulsos acontecimientos alrededor de la crisis de la eurozona y por la preocupante desaceleración del ritmo de crecimiento global. Aunque todavía queda un largo recorrido por andar, los resultados de las políticas económicas y monetarias se están empezando a notar. El periodo de calma que se ha abierto tanto en la escena financiera internacional como en la macroeconómica está permitiendo una gradual recuperación de la confianza y mejoras en los indicadores de coyuntura. 2013 comienza bajo la esperanza de que estas pautas se consoliden.

Si algo ha caracterizado el entorno monetario en 2012, ha sido el carácter marcadamente expansivo de las políticas a nivel mundial. El compromiso de las autoridades para proporcionar un marco económico y financiero estable ha imperado en las decisiones de la mayoría de bancos centrales. Los principales resultados se pueden observar en la relativa estabilización de los mercados de crédito soberano en la eurozona, así como en la contención del deterioro de la actividad en las principales economías. No obstante, en un contexto de estabilidad de precios y bajo la consideración de que todavía la actividad es muy anémica, en diciembre se ha acrecentado el relajamiento de las condiciones monetarias en la eurozona y en Estados Unidos.

En Europa, en la última reunión del año, el Banco Central Europeo (BCE) decidió mantener el tipo de interés oficial en el 0,75%. La entidad prevé que durante gran parte del próximo año la economía de la región mantendrá un tono débil, caracterizado por la sobriedad del gasto interior y la contención de la demanda externa. Sin

embargo, sigue esperando que de cara a finales de 2013 la situación mejore, gracias al fortalecimiento de la actividad global y al efecto de su política monetaria acomodaticia sobre la confianza en los mercados financieros europeos. En base a estas consideraciones, el banco central revisó sus previsiones de crecimiento a la baja, estimando que la variación del PIB en 2013 se situará entre -0,9% y +0,3%.

Con este panorama, el propio Mario Draghi reconoció que en la reunión del Consejo se discutió ampliamente la posibilidad de una rebaja de los tipos oficiales, aunque finalmente la mayoría de miembros optó por mantenerlos en los niveles vigentes. Bajo la previsión de un empeoramiento del crecimiento durante el próximo año y controlada la amenaza inflacionista, es probable que el BCE efectúe una rebaja del tipo oficial a principios de 2013. De todas formas, los indicadores de actividad del cuarto trimestre de momento no sugieren que la recesión se esté acelerando. Aunque siguen en zona de declive, su evolución ha ido mejorando con el transcurso del trimestre. Así, en el mes de octubre marcaron niveles mínimos, noviembre fue un mes de *impasse* y en diciembre se movieron al alza.

En Estados Unidos, la Reserva Federal (Fed) ha intensificado la laxitud de su política monetaria. En la primera reunión después de la reelección de Barack Obama como presidente, la institución anunció decisiones sin precedentes. Por primera vez en su historia, la Fed asoció explícitamente el inicio de las subidas de tipos de interés al nivel de desempleo y la inflación. Concretamente, la Fed se ha comprometido a mantener los tipos de interés excepcionalmente bajos (en los niveles actuales de 0%-0,25%) mientras la tasa de paro se encuentre por encima del 6,5% y la inflación esperada a

uno y dos años vista no supere en medio punto porcentual el 2%, que es el objetivo a largo plazo. Con ello, la Fed pretende mejorar la estrategia de comunicación de su política monetaria para maximizar su efectividad.

Adicionalmente, la Fed ha decidido extender el programa de compra de bonos del Tesoro norteamericano y valores de renta fija respaldados por activos inmobiliarios. No obstante, Bernanke volvió a comentar que la efectividad de esta estrategia está supeditada al éxito de las negociaciones entre los dirigentes políticos para evitar el riesgo de recesión que conllevaría el «precipicio fiscal». Desde la Fed se realizó una enfática llamada a los congresistas y al presidente para cerrar un acuerdo sensato, bajo la advertencia de la insuficiente capacidad del banco central para hacer frente a un nuevo episodio de recesión económica.

El escenario en los países emergentes es distinto. En conjunto, estos países han logrado conducir con éxito el aterrizaje suave de sus economías en 2012 con el uso de medidas monetarias y fiscales expansivas. Estos procesos han sorteado satisfactoriamente los riesgos derivados del sobrecalentamiento de la actividad productiva, de la apreciación de sus divisas y de la formación de burbujas de activos financieros. De cara al próximo ejercicio, varios gobernadores de bancos centrales han anticipado una pausa en el ritmo de expansión de sus políticas a la espera de que se consolide la mejora del pulso de sus economías en los próximos meses, aunque sin cerrar las puertas a posibles estímulos adicionales. Este sería el caso de China y Brasil.

Como era de esperar, la intensificación de la laxitud de las políticas monetarias ha presionado, aún más si cabe, los tipos de interés interbancarios norteamericanos y europeos. Los comentarios de Mario Draghi sobre una posible rebaja del tipo oficial han proporcionado un nuevo impulso bajista a los tipos de interés euríbor. Aunque el descenso ha sido de escasa magnitud, puesto que muchos operadores ya

contemplaban esta posibilidad, el tipo de interés a 12 meses ha marcado un nuevo mínimo histórico (0,54%). En cualquier caso, las probabilidades estimadas de que el BCE se decante por situar el tipo de interés de la facilidad de depósito en zona negativa son bajas, lo que proporciona un suelo al euríbor desde los niveles ya alcanzados.

En el año que finaliza, el volumen de negociación en los mercados financieros ha disminuido, con la notable excepción de una clase de activos: los bonos corporativos. Tal ha sido la afluencia, que en 2012 se han batido los récords de emisiones de deuda corporativa denominada en dólares, tanto de empresas con elevado grado de calidad crediticia (*investment grade*) como de elevado riesgo (*high yield*). No obstante, aunque las perspectivas de cara a 2013 se mantienen positivas, han comenzado a aparecer alertas sobre la posible formación de una burbuja en este sector. El seguimiento de variables como el impacto de la política monetaria cuantitativa sobre los rendimientos corporativos o el agotamiento de los márgenes de caída de la rentabilidad en el segmento de *investment grade*, son clave para identificar posibles excesos.

De cara a 2013, los activos de renta variable se perfilan como los grandes protagonistas, tomando el relevo de la renta fija corporativa. El consenso de los analistas está anticipando un escenario económico y financiero más benigno, basado en la recuperación de las tasas de crecimiento a nivel global y en la reducción de los riesgos de cola en la eurozona y Estados Unidos. En base a estas premisas, el foco bursátil debería volver a las variables propias del escenario corporativo: beneficios, dividendos, *M&A*, etc. En cuanto a los índices, la valoración actual del S&P500 y el Eurostoxx50 se encuentra en niveles bajos en términos de la ratio de precios sobre ganancias. De hecho, estas circunstancias están propiciando que en las últimas semanas del año se haya observado un repunte de las recompras de acciones por parte de las propias compañías.

Los países emergentes maniobran con éxito el aterrizaje suave de sus economías.

El euríbor se encuentra en mínimos históricos por la intensificación de las políticas monetarias laxas.

La renta variable se perfila como una posible gran protagonista de cara a 2013.

El proceso de consolidación fiscal avanza a buen ritmo.

Con respecto a la bolsa española, el Ibex 35 ha realizado un *sprint* final en las últimas sesiones hasta acercarse a los niveles en los que comenzó el año. Las perspectivas para 2013 recogen cierta mejoría en las condiciones del entorno económico del país.

Así, los indicadores correspondientes a los meses de octubre y noviembre muestran que la actividad sigue en declive pero, de momento, no hay señales de que la recesión se esté agravando de forma sustancial. La tasa de variación interanual del índice de producción industrial corregido por efectos de calendario de octubre, por ejemplo, mejoró más de cuatro puntos porcentuales respecto a septiembre y se situó en el -3,3%. El índice de gestores de compras PMI de manufacturas también repuntó en noviembre hasta los 45,4 puntos, el valor más alto en los últimos 15 meses.

También los datos de ejecución presupuestaria de las distintas administraciones públicas han mejorado sustancialmente durante los últimos meses, especialmente el Estado y las comunidades autónomas, por lo que ahora toda la atención se centra en la desviación que se pueda producir en las administraciones de la Seguridad Social.

De igual manera, la recapitalización del sector bancario español y la puesta en marcha del mecanismo de supervisión europeo, que fue ratificada en el Consejo Europeo de diciembre, deberían ayudar a que se recupere la confianza en la economía española. En diciembre se hizo efectivo el primer desembolso de 39.500 millones de euros al Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) en forma de bonos del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE). El FROB utilizará cerca de 37.000 millones para recapitalizar las cuatro entidades bancarias nacionalizadas y los fondos restantes, hasta 2.500 millones, serán la contribución de capital a la sociedad de gestión de activos deteriorados (Sareb). Por su lado, la Sareb ha conseguido que más del 50% de su capital proceda de accionistas privados, con lo que la aportación pública no contabilizará en principio como deuda del Estado.

La Sareb, por lo tanto, ya está lista para recibir los activos problemáticos de las entidades nacionalizadas. Con su transferencia, estas entidades conseguirán sanear su balance, lo que constituye un primer paso para convertirse así en entidades viables a largo plazo. Como contrapartida, y para evitar distorsiones a la competencia, los planes de reestructuración aprobados por la Comisión Europea establecen una serie de requisitos y ajustes a realizar por estas entidades durante los próximos 5 años. Entre ellos, destacan la reducción del volumen del balance del 60% y la red de oficinas en un 50% respecto a diciembre de 2010, focalizarse en el negocio minorista y en su región de actuación tradicional, el abandono de determinadas actividades arriesgadas, incluida la financiación de promotores, la disminución de la ratio de créditos sobre depósitos por debajo del 100% y la venta de filiales y participaciones industriales.

El Fondo Monetario Internacional (FMI), en su informe sobre la reforma del sistema financiero español, valora positivamente la implementación del Memorando de Entendimiento. Sin embargo, también advierte que quedan pendientes los retos más difíciles, especialmente aquellos relacionados con la implementación de los planes de reestructuración bancaria y conseguir que la Sareb funcione de forma efectiva.

El proceso de transformación de la economía española parece estar bien encarrilado. Además de la reforma del sector financiero, la senda de consolidación fiscal también avanza favorablemente y el sector exterior sigue ganando peso en la economía a buen ritmo, reflejando las ganancias de competitividad que se están produciendo y el uso de una capacidad productiva hasta ahora infrautilizada. Si no hay sorpresas de última hora, y se sigue por el camino de las reformas, 2013 puede ser el año del inicio de la recuperación.

28 de diciembre de 2012

El FMI valora positivamente la implementación del Memorando de Entendimiento.

El proceso de transformación de la economía española parece estar bien encarrilado.

CRONOLOGÍA

2011

- 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.
- diciembre** 13 La **Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria (Sareb)** amplía su capital con una contribución mayoritaria por parte de socios privados.
- El Consejo Europeo aprueba la creación del **Mecanismo Único de Supervisión** para el sector bancario.

AGENDA

Enero

- 2 Avance IPC (diciembre).
- 3 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (diciembre).
- 9 Cuentas trimestrales no financieras de los sectores institucionales (tercer trimestre).
- 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).
- 25 Precios industriales (diciembre).
- 29 Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 30 Avance del PIB trimestral (cuarto trimestre).
- Avance del PIB trimestral de Estados Unidos (cuarto trimestre).
- 31 Avance IPC (enero). Balanza de pagos (noviembre).

Febrero

- 4 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (enero).
- 7 Índice de producción industrial (diciembre).
- Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 14 Avance del PIB de la UE (cuarto trimestre).
- 15 IPC (enero).
- 25 Precios industriales (enero).
- IPC armonizado de la UE (enero).
- 28 Contabilidad Nacional Trimestral (cuarto trimestre).
- Avance IPC (febrero).
- Balanza de pagos (diciembre).

COYUNTURA INTERNACIONAL

Estados Unidos crece un 2,5% esperando un tono modesto en 2013.

Un acuerdo que suavice los efectos contractivos del ajuste fiscal en 2013 parece cercano, pero no acaba de confirmarse.

Estados Unidos: esperando el acuerdo presupuestario

La expansión estadounidense mantiene el tono con un crecimiento del producto interior bruto (PIB) que prevemos se sitúe en el 2,2% para el conjunto de 2012. Asimismo, los efectos del huracán Sandy parecen amainar y se confirman menos contractivos de lo que se esperaba. Las mayores dudas están, empero, en la evolución de 2013, con un crecimiento previsto en torno al 2,0%, una tasa modesta en comparación con otras recuperaciones.

En una economía donde el sector privado sigue afanándose en reducir su endeudamiento, la contribución del sector público al crecimiento es crítica. En esta situación,

el ajuste fiscal previsto para 2013 se antoja especialmente inoportuno y el esperado acuerdo entre republicanos y demócratas parece próximo, pero necesita concreción. El acuerdo debería minimizar sus efectos contractivos para 2013 al tiempo que estableciera una hoja de ruta de consolidación fiscal a medio plazo que permitiera estabilizar, y eventualmente corregir, la deuda pública, que en 2012 se espera se acerque al 107% del PIB. Este acuerdo se articularía en tres líneas: el aumento de los ingresos, que debería, empero, preservar las bajadas impositivas a las rentas medias y bajas; retrasar la reducción de gastos y aumentar el límite de deuda. De acordarse, el ajuste fiscal supondría para 2013 una merma algo mayor que el 1% del PIB. El primer punto parece garantizado, pero una falta de

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	Noviembre
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	3,7	3,7
Confianza del consumidor (1)	54,5	58,1	53,6	67,5	65,3	65,0	73,1	73,7
Producción industrial	5,4	4,1	4,1	4,4	4,7	3,4	1,6	2,5
Índice actividad manufacturera (ISM) (1)	57,3	55,2	52,4	53,3	52,7	50,3	51,7	49,5
Viviendas iniciadas	5,7	4,5	25,1	22,5	28,5	26,0	41,0	21,6
Tasa de paro (2)	9,6	9,0	8,7	8,3	8,2	8,1	7,9	7,7
Precios de consumo	1,6	3,2	3,3	2,8	1,9	1,7	2,2	1,8
Balanza comercial (3)	-494,7	-559,9	-559,9	-571,0	-566,9	-556,6	-553,1	...
Tipo de interés interbancario 3 meses (1)	0,3	0,3	0,5	0,5	0,5	0,4	0,3	0,3
Tipo de cambio efectivo nominal (4)	75,3	70,9	72,3	72,8	73,9	74,0	72,7	73,6

NOTAS: (1) Valor.

(2) Porcentaje sobre población activa.

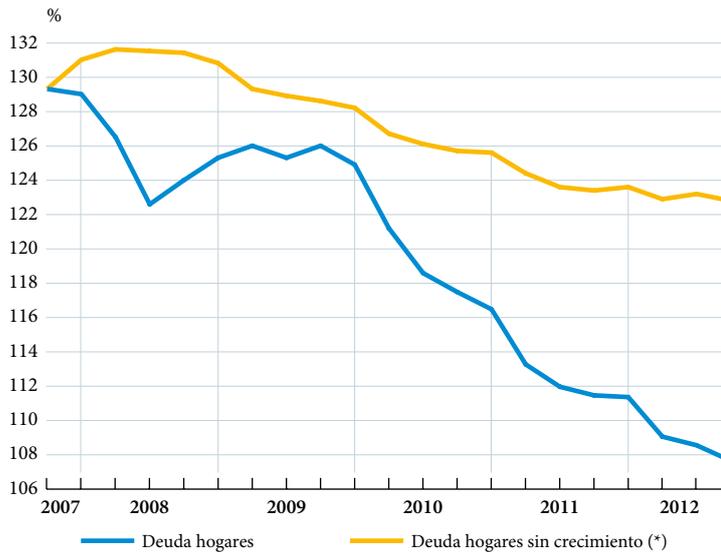
(3) Saldo acumulado de 12 meses de la balanza de bienes y servicios. Miles de millones de dólares.

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

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

ESTADOS UNIDOS: EL CRECIMIENTO AYUDA AL DESAPALANCAMIENTO DE LOS HOGARES

Deuda bruta de los hogares en porcentaje de la renta disponible



NOTA: (*) Con la renta disponible fija en el nivel de septiembre de 2009.
FUENTES: BEA, Federal Reserve y elaboración propia.

acuerdo en el resto llevaría a una sustracción de un 2% del PIB e introduciría nuevas incertidumbres.

Y es que mantener el crecimiento es doblemente deseable: para ayudar al desapalancamiento del sector privado y para la recuperación del empleo. En lo referente al crecimiento, la ratio resultante de dividir el monto de la deuda pendiente de los hogares por su renta disponible se ha reducido más por el aumento de la renta disponible que por la propia disminución de la deuda pendiente. Así, la ratio se redujo del máximo de 129,3% de septiembre de 2007 a un 107,7% en septiembre de 2012, una disminución de 21,6 puntos porcentuales. Si en vez del aumento del 14,0% que tuvo en el periodo, la renta disponible se hubiera mantenido constante, la ratio habría acabado en un 122,7%, una reducción de tan solo 6,5 puntos porcentuales.

En lo referente al mercado de trabajo, la recuperación está siendo más lenta que en ciclos anteriores. Esto se traduce en un

aumento del paro de larga duración, que representa el 40,1% del total, y en una baja tasa de actividad, a causa de los desanimados que abandonan el mercado laboral. El riesgo es que cristalice esta baja proporción de empleados respecto a la población mayor de 16 años, que está en el 58,7%. Esto acabaría a su vez reduciendo el crecimiento medio de los próximos años. En el corto plazo, el dato de empleo de noviembre fue mejor de lo esperado, con 146.000 puestos netos creados y con una tasa de paro que se redujo dos décimas hasta el 7,7%. Pero la reducción de la tasa de paro siguió fundamentándose en un crecimiento bajo par de la población activa, que está trabajando o que busca trabajo, con una tasa de actividad que retrocedió dos décimas, hasta el 63,6%. Asimismo, de continuar la tendencia de los últimos tres meses, habrá que esperar hasta finales de 2015 para ver culminada la recuperación del empleo.

Ante esta necesidad de apuntalar el crecimiento, la Fed oficializó en noviembre su

Mantener el crecimiento es crítico para seguir reduciendo el endeudamiento y vigorizar la recuperación del empleo.

La tasa de paro baja al 7,7% gracias al retroceso de la población activa.

ESTADOS UNIDOS: LA INFLACIÓN NO PREOCUPA A LA FED

Variación interanual del índice de precios subyacente con y sin alquileres (*)



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

caída de los dos últimos años, un retroceso que se centró por completo en el componente de las expectativas para 2013, mientras se mantuvo la percepción del momento actual. También mostró claroscuros la percepción empresarial. El índice de actividad del Institute for Supply Management (ISM) de manufacturas bajó hasta los 49,5 puntos, un nivel inferior a la media histórica y que coincide con crecimientos bajos. El índice de servicios, que representan el 83,6% del total de los empleos privados, fue el contrapunto positivo subiendo hasta los 54,7 puntos.

La construcción continuará siendo un soporte de la actividad en este fin de año y el inicio de 2013. La actividad sigue mejorando a pesar del leve retroceso de noviembre de las viviendas iniciadas, que, en términos anuales, se quedaron en 868.000. El retroceso es una cierta corrección de los últimos repuntes y debería ser temporal ya que los permisos de construcción, su indicador adelantado, siguieron al alza. Se está

lejos del nivel de 1,5 millones previo a la burbuja, pero el incremento interanual del 21,6% hace prever que la contribución al crecimiento del sector será significativamente positiva en los próximos trimestres. En esta misma línea, las expectativas de los promotores siguen al alza, las existencias de viviendas en venta encuentran comprador en menos de medio año y el índice Case-Shiller de precios de la vivienda de segunda mano sumó en septiembre su séptima subida consecutiva, acumulando una ganancia del 4,6% desde febrero.

Por lo que respecta al sector exterior, el déficit de la balanza de bienes y servicios de octubre aumentó hasta los 42.240 millones de dólares, por el retroceso exportador, que perdió lo ganado en el repunte de septiembre. Aun así, la evolución de los últimos meses apunta a que el sector exterior debería tener una aportación positiva al crecimiento en el cuarto trimestre y, en menor medida, en la primera mitad de 2013.

La recuperación de la vivienda sigue siendo un apoyo al crecimiento.

Las exportaciones pierden su repunte y provocan un leve aumento del déficit comercial.

Japón entra en recesión al acumular dos trimestres de retroceso del PIB.

Abe, el nuevo primer ministro, aboga por una política monetaria más agresiva para acabar con la deflación.

Japón: recesión, Abe y política monetaria

Japón confirmó su debilidad con una revisión de sus cuentas nacionales que dejó a su economía en situación de recesión, tras sumar dos trimestres consecutivos de retrocesos intertrimestrales. La revisión también confirmó la extremada debilidad del sector exportador y del gasto inversor en una economía que en 2013 crecerá probablemente por debajo del 1,0%. En este contexto, la vuelta al poder de Shimzo Abe, del conservador partido Liberal Democrático, con una victoria aplastante en las elecciones del 8 de diciembre, podría introducir cambios de calado en la política económica, con unas implicaciones que van más allá de los límites del archipiélago del sol naciente en lo que se refiere a las relaciones entre Gobierno y banco central.

El nuevo primer ministro Shimzo Abe ha declarado repetidamente que es partidario de un apoyo más decidido al crecimiento. Una primera medida sería establecer un

objetivo de crecimiento del PIB nominal del 3,0% y uno de inflación del 2,0%, el doble del que había hasta la fecha. Adicionalmente Abe retrasaría la subida de impuestos del consumo prevista para 2014 y 2015. En tercer lugar, es probable que se suavicen los términos del apagón nuclear.

El principal cambio estaría en el objetivo de inflación, para el que Abe pediría responsabilidades al gobernador del Banco de Japón, que hasta la fecha ha fracasado en acabar con la dinámica deflacionista. Abe aprovecharía que el mandato de Masaaki Shirakawa, actual gobernador, acaba en abril de 2013 para nombrar a un candidato de corte más *reflacionista*, que esté dispuesto a llevar a cabo una expansión monetaria indefinida hasta que el IPC alcance el 2,0%. Estas medidas se ven como una merma de la independencia del Banco de Japón en un momento en que los principales bancos centrales están llevando a cabo medidas que actúan como sustituto de políticas fiscales expansivas.

JAPÓN: 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	Noviembre
PIB real	4,7	-0,5	0,0	3,3	4,0	0,5	-	...
Ventas al por menor	2,5	-1,2	0,8	5,2	3,1	0,5	-1,2	...
Producción industrial	16,6	-2,3	0,0	2,7	5,1	-4,6	-7,0	...
Índice de actividad empresarial (Tankan) (1)	0,0	-1,3	-4,0	-4,0	-1,0	-3,0	-	-12,0
Viviendas iniciadas	2,7	2,6	-4,8	3,6	6,7	-0,9	25,2	...
Tasa de paro (2)	5,1	4,6	4,5	4,5	4,4	4,2	4,2	...
Precios de consumo	-0,7	-0,3	-0,3	0,3	0,2	-0,4	-0,4	...
Balanza comercial (3)	7,9	-1,6	-1,6	-3,7	-3,7	-5,1	-5,1	...
Tipo interbancario 3 meses (4)	0,39	0,34	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Tipo de cambio efectivo nominal (5)	106,0	113,5	118,6	116,5	116,2	119,2	117,0	114,6

NOTAS: (1) Valor del índice.

(2) Porcentaje sobre población activa.

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

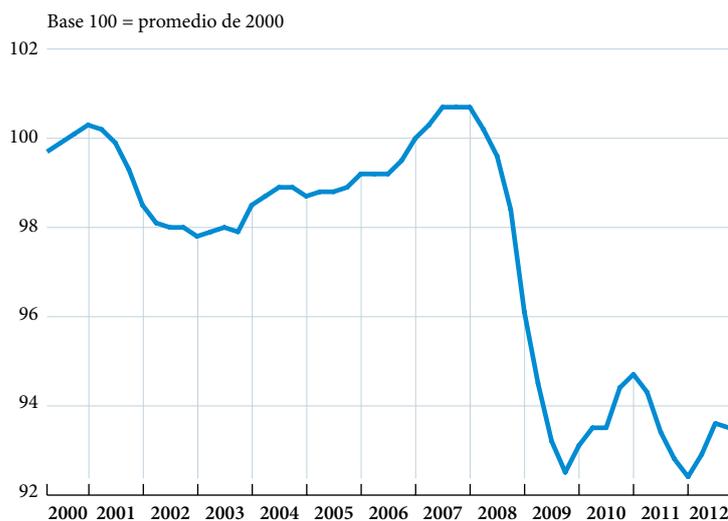
(4) Porcentaje.

(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.

JAPÓN: EL VERDADERO ROSTRO DE LA DEFLACIÓN

Producto interior bruto nominal de Japón



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

En principio, la economía japonesa debería beneficiarse de un mayor crecimiento nominal. Ello ayudaría a reducir la ratio de deuda pública por PIB, que está en un 230%. Asimismo, una mayor inflación podría favorecer la competitividad de las exportaciones, que retrocedieron con intensidad a lo largo de 2012. Fruto de estas expectativas, el yen se depreció en los dos últimos meses y, como consecuencia, las cotizaciones bursátiles se apreciaron. Las mayores dudas proceden, empero, del mercado de bonos, ya que una mayor inflación debería subir un coste de refinanciación de la deuda, que ahora está en mínimos y que podría afectar al sistema bancario. Adicionalmente, una menor independencia del banco central sería un precedente peligroso, especialmente en un país que no se caracteriza por la duración de sus Gobiernos, con seis primeros ministros en los últimos cinco años.

Subrayando esta preocupación por el crecimiento, los últimos indicadores no augu-

ran una rápida recuperación de la actividad. Las exportaciones volvieron a retroceder en octubre y el déficit comercial de los últimos doce meses marcó otro récord de 6,2 billones de yenes, un 1,3% del PIB. La producción industrial de octubre marcó un contrapunto positivo, con una subida respecto a septiembre después de tres bajadas consecutivas, pero acumuló un descenso del 7,0% interanual y los pedidos de maquinaria del mismo periodo, que anticipan la demanda de inversión, siguen en mínimos. La publicación del índice Tankan de sentimiento empresarial del Banco de Japón, que pasó de menos 3,0 al nivel de menos 12,0, es la mejor síntesis del bajo tono de la economía nipona en estos finales de año y de un flojo crecimiento esperado para 2013. Por su parte, el IPC de octubre retrocedió un 0,4% interanual y el índice subyacente, el general sin alimentos ni energía, cedió un 0,5%, lo que pone de manifiesto la insuficiencia de los estímulos implementados hasta la fecha.

Los mayores riesgos son la pérdida de independencia del banco central y un aumento de los intereses de la deuda.

El parón de la producción industrial y las exportaciones reduce el crecimiento y provoca un déficit comercial.

Se confirma la gradual recuperación económica de China.

China: gradual fortalecimiento

Los últimos indicadores avanzados confirman la gradual reacceleración de la economía china, a la vez que la nueva cúpula de líderes se muestra más predispuesta a tolerar tasas de crecimiento algo más moderadas en pro de un cambio de patrón económico que otorgue un mayor protagonismo al consumo interno y la inversión privada.

En el frente de actividad, la producción industrial avanzó un 10,1% interanual en noviembre, marcando un máximo en siete meses y apuntando a un mayor dinamismo económico. Igualmente, las ventas al por menor también marcaron un máximo en los últimos siete meses, con un crecimiento del 14,9 interanual en términos nominales. En la misma línea, la inversión acumulada en capital fijo urbano de enero a noviembre avanzó un 20,7%, el mismo registro que el acumulado hasta octubre. Por el contrario, en el frente exterior, las exportaciones decepcionaron con un escueto avance del 2,8% interanual, frente a un promedio del 8,0% en los tres primeros trimestres de 2012. Por su parte, las importaciones también retrocedieron un 0,1% interanual, dejando el superávit comercial de noviembre en 19.634 millones de dóla-

res. Con todo, el superávit comercial acumulado de los últimos doce meses (hasta octubre) todavía se sitúa en un holgado 217.614 millones de dólares, lo que equivale a un 3,0% del PIB, frente al 2,1% del PIB de 2011.

A pesar de los síntomas de fortalecimiento económico y de un leve repunte en el precio de los alimentos (que pesan más de un tercio en el cómputo del índice general de precios), la inflación se mantuvo moderada y por debajo de la meta gubernamental en noviembre, situándose en el 2% interanual. Con todo, ante la expectativa de que la gradual recuperación económica proseguirá, no esperamos cambios en el tipo de interés oficial, que se mantiene en el 6,0% tras los dos últimos recortes el pasado verano.

Por el contrario, sí esperamos cambios en las políticas que persiguen enfriar el mercado inmobiliario. En noviembre, el precio promedio de venta de nuevas viviendas en 70 ciudades grandes y medianas subió en 53 de las 70 ciudades, frente al alza en tan solo 35 ciudades en el mes de octubre. Ante dicho panorama, las propias autoridades del país han asegurado que seguirán con las estrictas medidas destinadas a atajar cualquier atisbo de burbuja inmobilia-

El mercado inmobiliario chino también se reactiva.

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	Noviembre
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	10,1
Producción eléctrica	14,0	10,9	8,9	6,5	1,2	2,1	7,1	8,0
Precios de consumo	3,3	5,4	4,6	3,8	2,9	1,9	1,7	2,0
Balanza comercial (*)	184	155	155	158	181	198	213	218
Tipo de interés de referencia (**)	5,81	6,56	6,56	6,56	6,31	6,00	6,00	6,00
Renminbi por dólar	6,8	6,5	6,4	6,3	6,3	6,4	6,3	6,2

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.

ria –mayores aportaciones iniciales en la compra de vivienda o aumentos en los impuestos de compraventa.

En cualquier caso, la interpretación de dichos datos relativos al sector inmobiliario exige cautela. Por un lado, los índices de precios oficiales suelen ser muy distintos a otros indicadores suministrados por proveedores privados de datos del sector inmobiliario de China. Por otro, en un mercado tan amplio como el chino, es difícil generalizar el comportamiento de las distintas ciudades. En ese sentido, numerosos estudios concluyen que no se puede hablar de burbuja inmobiliaria generalizada en el gigante asiático, sino de burbujas en las grandes ciudades costeras del sureste del país y en la capital, Pekín.

Por último, y retomando la cuestión sobre la predisposición de las autoridades a tasas de crecimiento más moderadas, algunos de los ejecutivos que asistieron a la Conferencia Anual de Trabajo Económico celebrada a mediados de diciembre aseguraron que para 2013 la meta de crecimiento oficial se mantendrá en el 7,5% (por debajo del promedio anual del 10% de las últimas tres décadas) y se rebajará el objetivo ofi-

cial de la inflación en 50 puntos básicos hasta el 3,5%. Asimismo, de dicha conferencia también se desprendió la voluntad de reforzar la protección jurídica sobre la propiedad y de intensificar reformas que faciliten el proceso de urbanización, actualmente muy restringido por el sistema de registro *hukou* –documento equiparable al empadronamiento que permite acceder a la condición de ciudadano a pleno derecho en una ciudad de la que no se es originario.

Brasil: la esperanza se tornó decepción

La economía brasileña decepcionó en el tercer trimestre de 2012. El PIB de la primera potencia latinoamericana creció apenas un 0,6% respecto al segundo trimestre del año –un 1% interanual–, la mitad de lo que pronosticaban las previsiones del consenso. Ello reaviva las dudas acerca de la magnitud de los problemas estructurales de la economía brasileña, además de obligarnos a revisar nuestra previsión de avance para el cómputo total del año 2012, desde el 1,5% que preveíamos anteriormente hasta el 1,0%.

El PIB de Brasil avanza un decepcionante 1% interanual en el tercer trimestre de 2012.

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	Noviembre
PIB real	7,6	2,7	1,4	0,7	0,4	1,0	-	...
Producción industrial	10,6	0,4	-1,9	-3,5	-4,4	-2,5	0,3	...
Confianza del consumidor (*)	...	113,2	113,2	113,2	113,4	113,2	116,4	117,0
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	5,5
Balanza comercial (***)	20,1	29,8	29,8	29,1	23,9	22,5	21,8	21,0
Tipo de interés SELIC (%)	10,00	11,79	11,00	9,75	8,50	7,50	7,25	7,25
Reales por dólar (*)	1,78	1,63	1,86	1,83	2,01	2,03	2,03	2,14

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 inflación no se modera y se mantiene en el 5,5%, por encima del objetivo del Banco Central.

Por componentes de demanda, la mayor decepción llegó de la mano de la inversión, que cayó por quinto trimestre consecutivo, un 2% respecto al segundo trimestre, -5,5% en términos interanuales. Contrariamente al comportamiento de la formación bruta de capital fijo, el consumo de los hogares resistió y marcó un avance del 0,9% respecto al segundo trimestre. Si bien se espera que dicha tendencia siga en los próximos trimestres, no será suficiente para mejorar significativamente las tasas de crecimiento del PIB sin el apoyo de la inversión.

Este inesperado desencanto en el tercer trimestre ha sido, sin duda, un duro golpe para el Ejecutivo brasileño, que no ha escatimado en el uso de palancas para reavivar el sector privado, recurriendo tanto a incentivos fiscales como a la reducción de las elevadas tasas energéticas, entre muchas otras medidas de apoyo.

Con todo, se mantiene en la misma línea: a la luz de estos datos, la presidenta de Brasil, Dilma Rousseff, no tardó en anunciar un nuevo e importante plan de inversiones por valor de 20.000 millones de euros para mejorar las infraestructuras portuarias del país. Por otra parte, se anunció la reducción de la tasa de interés de largo plazo (TJLP) del banco nacional de desarrollo (BNDES) en 50 puntos básicos, hasta el 5,5%, a partir de enero de 2013, con la finalidad de estimular la deprimida inversión abaratando su financiación. Todo ello viene a complementar el plan de inversiones de 53.000 millones de euros anunciado en agosto, y los numerosos recortes de la tasa SELIC desde agosto de 2011.

Queda por ver de qué margen dispondrá la política monetaria para seguir apoyando al crecimiento puesto que, a pesar del persistente tono de debilidad de la actividad, la inflación sigue sin moderarse. En noviembre, se mantuvo en el 5,5%, ligeramente por encima de lo esperado. Ello res-

ponde, en buena parte, a la ralentización menos acusada de los precios de los alimentos, pero no cabe duda de que las carencias estructurales mencionadas anteriormente también tienen algo (o mucho) que ver. La falta de moderación en el índice de precios al consumo, así como el hecho de que su tasa de crecimiento se sitúe todavía un punto porcentual por encima del objetivo del Banco Central, reflejan algunos de los problemas estructurales antes mencionados.

México: todos con las reformas

«Es hora del encuentro y del acuerdo», con estas palabras comenzaba Enrique Peña Nieto su intervención en la ceremonia de la firma del Pacto por México. Transcurridas menos de 24 horas desde su investidura como nuevo presidente de México, el centrista Peña Nieto ha presentado no solamente un plan de reformas ambicioso sino único, por haber conseguido aunar la firma de las principales fuerzas políticas del país en este afán reformista. Y si bien el alcance que tendrán las reformas dependerá del grado de acuerdo que logren los distintos proyectos en el Congreso, momento en que seguramente los parlamentarios ponderarán los costes políticos de sus decisiones, este es, sin duda, un paso esperanzador.

Tras la reciente aprobación de una reforma laboral sin precedentes en 40 años, las principales líneas de actuación conciliadas en el Pacto por México incluyen la reforma fiscal, la reforma en el sector energético y de telecomunicaciones, donde se favorecerá un entorno más competitivo, y una profunda revisión en el sistema educativo. Todo ello, con la finalidad de aumentar el potencial de crecimiento del país (del 3,5% a un 5%, según algunos analistas), apuntando, asimismo, programas sociales que fomenten la inclusión social. Por otra parte, también es destacable el radical cambio

Nuevas medidas para estimular la deprimida inversión brasileña.

Firma del Pacto por México para apuntalar el crecimiento económico del país.

MÉXICO: 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	Noviembre
PIB real	5,3	3,9	3,9	4,9	4,4	3,3	-	...
Producción industrial	6,1	4,0	4,1	4,1	4,0	3,9	2,1	...
Confianza del consumidor (*)	86,3	91,7	90,3	94,1	96,4	96,8	94,9	94,2
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	5,0	...
Precios de consumo	3,9	3,2	3,5	3,9	3,9	4,6	4,6	4,2
Balanza comercial (***)	-3,0	-1,5	-1,5	-1,6	-1,3	1,4	0,3	...
Tipo de interés oficial de Banxico (%)	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50
Pesos mexicanos por dólar (*)	12,33	11,90	13,94	12,81	13,43	12,87	13,09	12,92

NOTAS: (*) Valor.

(**) Porcentaje sobre población activa.

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

FUENTES: Banco de México, Thomson Reuters Datastream y elaboración propia.

de actitud frente a la lucha contra el narcotráfico. Se rompe con la estrategia reactiva de los anteriores mandatos que llevaron al despliegue de casi 80.000 efectivos de las fuerzas armadas sin una preparación específica ni una hoja de ruta clara sobre su papel en la guerra narco.

Mientras llegan las promesas, sigue avanzando la realidad: el desglose por componentes del PIB del tercer trimestre, que creció un algo más moderado 3,3% interanual, frente al 4,6% de la primera mitad del 2012, demuestra, una vez más, la resistencia de la demanda interna, tanto del consumo como de la inversión, ambos con una contribución en torno al punto y medio porcentual. Por el contrario, se pone de manifiesto la ralentización global con la menor aportación de las exportaciones en el progreso económico. Sin duda, ante la incertidumbre económica de Estados Unidos, su principal socio comercial, y la debilidad mundial, es de esperar que la menor relevancia de la demanda externa se alargue hasta bien entrado 2013, lo cual repercutirá en el crecimiento del país en 2013, cuya estimación oficial se ha situado en el 3,5%.

Finalmente, en el ámbito de los precios, la inflación volvió a moderarse, situándose en el 4,2% en noviembre, por debajo del 4,6% del mes anterior, aunque todavía por encima del límite superior a la meta oficial del 3% \pm 1%. Dicha moderación de los precios ha ayudado a Banxico en la decisión de mantener sin cambios el tipo de interés de referencia (4,5%), aunque ha vuelto a expresar su determinación de subir tipos si las presiones inflacionistas repuntan. Ello, a pesar del deterioro económico global que impone riesgos a la baja en el avance del país.

El petróleo sigue una moderada trayectoria bajista

El petróleo se depreció moderadamente. Entre el 19 de noviembre y el 18 de diciembre, el precio del crudo perdió un 1,0%, quedándose en los 108,90 dólares por barril (calidad Brent, para entregas a un mes). El petróleo se estabiliza a la baja y se sitúa un 3,0% por encima del nivel de inicios de año.

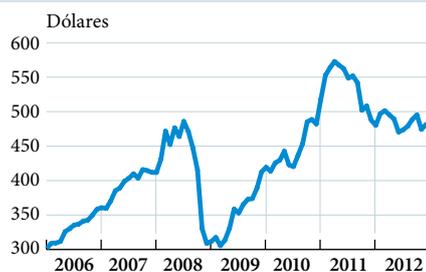
La lógica de la oferta y demanda se fue imponiendo al efecto alcista de las tensio-

La demanda interna resiste frente a la debilitada demanda externa.

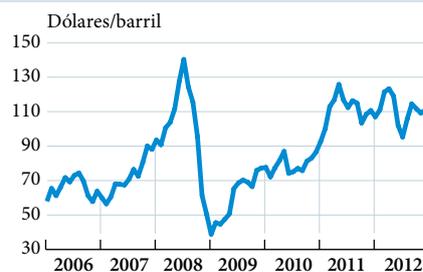
El petróleo se deprecia un 1,0% en un mes.

EVOLUCIÓN DE MATERIAS PRIMAS SELECCIONADAS (*)

Índice CRB



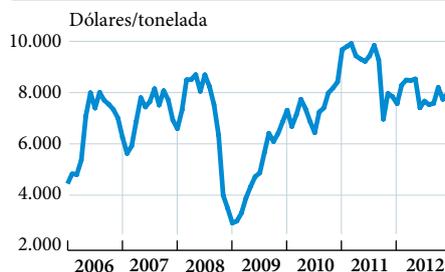
Petróleo Brent



Oro



Cobre



Níquel



Trigo



NOTA: (*) Datos correspondientes al último día del mes (último dato, 18 de diciembre).

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

Arabia Saudita reduce su producción ante la debilidad de la demanda.

nes geopolíticas en Oriente Medio y llevó al Brent a la referencia de los 105 dólares por barril. Sin embargo, Arabia Saudita restringió su producción, que estaba en máximos, ante la debilidad de la demanda global, lo que suavizó los descensos en las últimas dos semanas.

Entre el resto de las materias primas el comportamiento fue desigual. Así, si bien el índice CRB bajó un 2,1% entre el 19 de noviembre y el 18 de diciembre, los metales básicos registraron alzas, que coinciden con un mejor tono de la economía

china, que es el principal consumidor mundial. Así, el cobre ganó un 2,6%, el níquel, un 8,1% y el aluminio, un 6,4%. Entre los metales preciosos, el paladio y el platino, con usos industriales, también se apreciaron, pero el oro perdió un 2,7%, situándose en los 1.692 dólares por onza. Entre los alimentos, predominaron los descensos, motivados por las buenas cosechas de Brasil, que invierten la tendencia de malas cosechas que se había dado hasta la fecha en Estados Unidos y en los países del hemisferio sur. Así, el trigo cedió un 3,7%, el azúcar, un 1,8% y el café, un 5,3%.

La zona del euro se mantiene estancada

La zona del euro entró en recesión en el tercer trimestre de 2012, por segunda vez en cuatro años. En concreto, el PIB de la eurozona retrocedió un 0,1% en el tercer trimestre de 2012, tras una contracción del 0,2% en el segundo y un crecimiento nulo en el primero. En términos interanuales, la tasa se situó en el -0,6%, empujada por la debilidad de la demanda interna, cuya contribución al crecimiento del PIB fue de -2,3 puntos porcentuales. Por otro lado, la demanda externa mantuvo su aportación positiva en 1,7 puntos porcentuales.

La inversión fue la principal responsable de la caída de la demanda interna, con una tasa de variación intertrimestral del -0,7%. Desde el año 2007, la inversión privada ha retrocedido un 16,6%. La falta de inversión por un periodo prolongado de tiempo puede acabar teniendo consecuencias perniciosas para la economía al ser este componente un motor fundamental para el crecimiento. De este modo, el diseño de políticas que estimulen la inversión puede ayudar a dinamizar la actividad económica.

Por otro lado, el consumo privado mostró un crecimiento nulo en el tercer trimestre. La falta de dinamismo del consumo privado es consecuencia principalmente del retroceso en la renta disponible de las familias, que se ha visto mermada por la mala evolución del mercado laboral. La tasa de paro de la zona del euro de octubre se incrementó una décima hasta el 11,7%, y siguió así su trayectoria ascendente ini-

ciada en el mes de junio de 2011. La evolución negativa del mercado laboral reduce la capacidad de consumo de los hogares y ello se nota en la ausencia de presiones inflacionistas. En efecto, en el mes de noviembre, la tasa de inflación bajó tres décimas, hasta el 2,2% interanual.

Por lo que respecta al último componente de la demanda interna, el consumo público, mostró un ligero retroceso, del 0,2% intertrimestral, como resultado de los esfuerzos de consolidación fiscal en marcha en varios países de la zona del euro.

En cuanto a la demanda externa, el comportamiento de las exportaciones mostró un avance del 0,9%, mientras que el de las importaciones fue del 0,2% intertrimestral. Este patrón, en el que las exportaciones superan las importaciones, se viene observando desde 2010. El sector exterior está contribuyendo de forma sostenida y significativa al crecimiento del PIB desde hace ya más de dos años. Dos factores, principalmente, explican esta evolución. Por un lado, la debilidad de la demanda interna, especialmente de la inversión, mantiene deprimidas las importaciones. Por otro lado, la solidez de la demanda exterior de la zona del euro ha permitido incrementar las exportaciones.

De cara al cuarto trimestre de 2012, los indicadores adelantados sugieren que la recesión no se está acelerando. Aunque siguen en zona de declive, su evolución ha ido mejorando con el transcurso del trimestre. Así, en el mes de octubre marcaron niveles mínimos, noviembre fue un mes de *impasse* y, en diciembre, se mo-

La fragilidad de la demanda interna arrastra el PIB del tercer trimestre.

La demanda no encuentra soportes.

Los indicadores de diciembre apuntan a una estabilización de la contracción.

EL BCE revisa sustancialmente a la baja el crecimiento previsto para 2013.

vieron al alza. Por ejemplo, el índice PMI de gestores de compras en octubre y en noviembre se mantuvo por debajo del registro del tercer trimestre debido, en gran medida, a la caída del subíndice de servicios. Por el contrario, en el mes de diciembre subió hasta los 47,3 puntos, su máximo en los últimos nueve meses.

La evolución de los indicadores para la economía alemana sigue un patrón similar. La encuesta empresarial Ifo, después de marcar un mínimo de 100 en el mes de septiembre, subió hasta los 101,4 en octubre y volvió a ascender, hasta los 102,4, en diciembre. También destaca la positiva evolución del componente de expectativas en el mes de diciembre, lo que permite acabar el año con un tono optimista para la economía germana.

Por su lado, el indicador de sentimiento económico de la Comisión Europea se incrementó en 1,4 puntos en noviembre hasta los 85,7, impulsado por la confianza de la industria, que aumentó significativamente por primera vez desde febrero. El indicador de clima empresarial, también

de la Comisión Europea, en noviembre anotó igualmente un incremento de 0,4 puntos hasta los -1,2. Por el lado de la demanda, el índice de confianza del consumidor se deterioró en octubre y noviembre, pero en diciembre registró un ligero ascenso, hasta los -26,6 puntos, estabilizándose en niveles de mayo de 2009. Se confirma así que la actividad sigue en retroceso en el cuarto trimestre, pero no hay indicios de que la recesión se esté agravando.

Respecto a la evolución macroeconómica a medio plazo, el Banco Central Europeo (BCE), en su informe de diciembre, rebajó sustancialmente el crecimiento de la zona del euro para 2013, concretamente en 8 décimas, hasta el -0,6%. Esta previsión está claramente por debajo de la del consenso de analistas, que en promedio se sitúa en el -0,1%. Además, el BCE advierte que existen riesgos a la baja en esta previsión. En particular, se señala que el principal riesgo sigue siendo la incertidumbre acerca de la resolución de la crisis de la deuda soberana y de las cuestiones de gobernanza de la zona del euro. En este sen-

ZONA DEL EURO: 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	Noviembre
PIB	1,9	1,5	0,6	-0,1	-0,5	-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	-1,3	-2,3	-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	-1,3	-1,0	-1,6	-1,2	-3,6	...
Confianza del consumidor (*)	-14,2	-14,6	-20,6	-20,0	-19,7	-24,0	-25,7	-26,9
Producción industrial	7,4	4,6	-0,3	-1,8	-2,4	-2,3	-3,6	...
Sentimiento económico (*)	100,5	101,0	93,6	94,1	91,1	86,4	84,3	85,7
Índice de actividad empresarial Ifo (*)	107,8	111,3	106,9	109,2	107,2	102,3	100,0	101,4

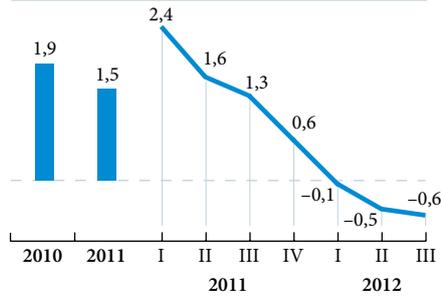
NOTA: (*) Valor.

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

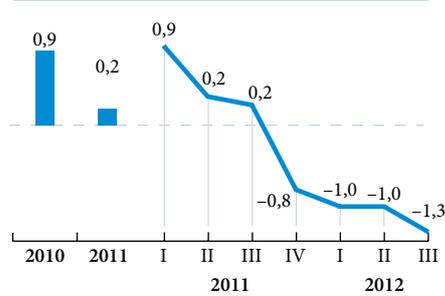
EVOLUCIÓN DEL PIB DE LA ZONA DEL EURO POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual

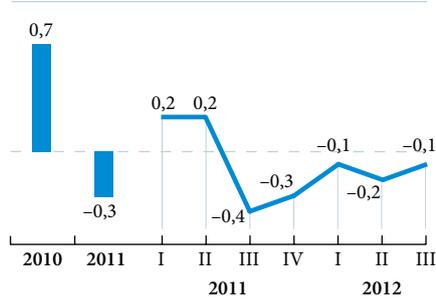
PIB



Consumo privado



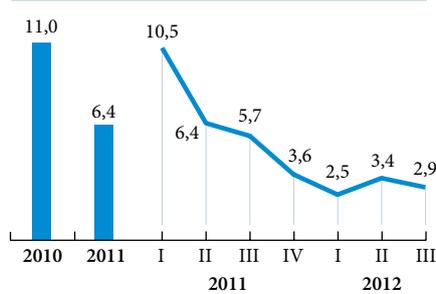
Consumo público



Formación bruta de capital fijo



Exportaciones de bienes y servicios



Importaciones de bienes y servicios



FUENTES: Eurostat y elaboración propia.

tido, el BCE urge a los Gobiernos a adoptar medidas para seguir reduciendo los desequilibrios presupuestarios y estructurales y avanzar en la reestructuración del

sector financiero. Estos serán, sin ningún lugar a dudas, los factores determinantes para que la recuperación pueda despegar en los próximos trimestres.

El BCE urge a los Gobiernos a seguir reduciendo los desequilibrios estructurales.

No preguntes qué puede hacer Europa por ti. Pregunta lo que tú puedes hacer por Europa

John F. Kennedy, cuando accedió a la Presidencia de Estados Unidos en 1961, se encontró un país que atravesaba momentos difíciles. Para poder salir de la recesión era necesario un liderazgo claro y un amplio apoyo de la ciudadanía al programa de reformas que se pretendía impulsar. Este espíritu quedó reflejado en el discurso de investidura, en el que pronunció unas palabras que con el tiempo se han convertido en célebres «no preguntes qué puede hacer el país por ti, pregunta lo que tú puedes hacer por el país». La economía europea, como la estadounidense entonces, también atraviesa momentos difíciles. En este caso, sin embargo, parece imposible imaginarse algún líder europeo pronunciando unas palabras similares.

La propia naturaleza de la crisis ha hecho que hasta la fecha gran parte del debate se centrara en las mejoras que se tienen que hacer en el diseño institucional europeo, es decir, lo que Europa tiene que hacer por nosotros. La crisis financiera internacional puso en evidencia importantes problemas estructurales tanto a nivel nacional como, también, en los cimientos sobre los que se construyó la Unión Económica y Monetaria (UEM). Identificarlos no ha sido fácil, ya que el origen de la crisis fue distinto en cada país. El detonante de la crisis en Grecia, por ejemplo, fue el enorme deterioro de las cuentas públicas y su incapacidad para enderezarlas; en Irlanda, en cambio, fue el estallido de la burbuja inmobiliaria y su impacto en el sistema financiero; y, en Portugal, fueron los problemas estructurales de competitividad los que pusieron en duda la sostenibilidad de la economía lusa.

Tres crisis con un origen distinto, pero que han acabado afectando al conjunto de la eurozona y que sirven para ilustrar los tres ejes sobre los que se ha considerado que las instituciones europeas deben jugar un papel clave de ahora en adelante: un mayor control fiscal, los desequilibrios macroeconómicos y el sistema financiero. Identificar estos tres ejes de actuación no fue trivial, pero todavía ha sido más difícil dotarlos de contenido de manera consensuada y dibujar una hoja de ruta, esto es, definir un orden de prioridades y un tempo. Las reuniones del Ecofin y del Consejo Europeo, con escasa trascendencia mediática antes de la crisis, han llegado a ser clave para el futuro del euro en algunos momentos. Las distintas posturas que cada país defiende, que a veces han parecido irreconciliables, han centrado toda la atención, dejando en un segundo plano los importantes avances que ya se han hecho en cada uno de los tres ejes antes mencionados.

En materia fiscal se ha definido un calendario a nivel europeo para coordinar el proceso de elaboración y aprobación de los presupuestos de cada país de forma que las instituciones europeas puedan participar en él. Asimismo, también se ha establecido un mecanismo para la supervisión de los desequilibrios macroeconómicos y financieros. Así, desde las instituciones europeas se pretende detectar de forma precoz potenciales desequilibrios, tanto macroeconómicos como fiscales, y hacer recomendaciones para que los distintos Gobiernos de cada país lo tengan en cuenta a la hora de elaborar los presupuestos del año siguiente. Para los países que tengan un proceso de déficit excesivo abierto, sin embargo, las recomendaciones de la Comisión Europea tendrán un carácter obligatorio, ya que de incumplirse se les puede llegar a imponer sanciones de hasta el 0,2% del PIB.

También a nivel de lo que ya se denomina el proceso de unión bancaria se han dado pasos importantes. El más relevante: el Banco Central Europeo (BCE) pasará a ser el responsable último de la supervisión de toda la banca europea. En principio, solo supervisará directamente aquellas entidades con unos activos superiores a 30.000 millones de euros, pero, si lo cree necesario, también puede hacerlo para aquellas de menor tamaño.

Los avances, por lo tanto, ya han sido notables, pero todavía queda mucho camino por recorrer. De momento, solo en el ámbito de la unión bancaria parece que la hoja de ruta trazada avanza a buen ritmo. En la cumbre del Consejo Europeo celebrada en diciembre de 2012 se acordó que el BCE empezaría a ejercer sus funciones de supervisión a partir de marzo de 2014. Además, se pactó que en la cumbre de junio de este año se definirían el marco operacional para la recapitalización directa a la banca así como los mecanismos de resolución bancaria y el fondo de garantía de depósitos. Ello servirá, entre otras cosas, para cortar de una vez por todas el nexo entre el riesgo bancario y el riesgo soberano, que hasta ahora ha venido alimentando la crisis de deuda soberana.

En los otros dos frentes, en cambio, los avances que se produjeron en la última cumbre fueron prácticamente nulos. Ello fue enormemente decepcionante, ya que unas semanas antes se había publicado un documento firmado por los cuatro presidentes de las máximas instituciones europeas en el que se detallaba una ambiciosa hoja de ruta tanto en materia fiscal como en el papel que debían jugar las instituciones europeas en la prevención y amortiguación de desequilibrios macroeconómicos.⁽¹⁾ Entre las distintas propuestas que se hacían, destaca el desarrollo de la capacidad presupuestaria de la Unión Europea para facilitar los ajustes de países que hayan sufrido un impacto adverso en su economía. Esta capacidad presupuestaria, además, se argumentaba que también podría ser utilizada para facilitar la implementación de reformas estructurales que mejoren la competitividad y el crecimiento potencial de un país. Finalmente, el documento volvía a abrir la puerta a nuevas fórmulas para la creación de activos de deuda pública a nivel europeo.

Una vez más, las propuestas más ambiciosas se quedaron sobre la mesa. Es cierto que se han producido avances significativos, pero para seguir con el proceso de integración europeo será necesario un cambio de actitud. Las reformas que se tendrán que hacer a partir de ahora implicarán importantes cesiones de soberanía. Unos pasos que deben ir acompañados de una mayor legitimidad democrática de las instituciones europeas. Ha llegado la hora de que los líderes europeos empiecen a pensar en qué es lo que sus países pueden hacer por Europa.

(1) Herman Van Rompuy, presidente del Consejo Europeo, José M. Barroso, presidente de la Comisión Europea, Jean-Claude Juncker, presidente del Eurogrupo, y Mario Draghi, presidente del BCE.

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

Se acelera ligeramente el ritmo de destrucción del empleo

La continuidad de la crisis económica de la zona del euro en el cuarto trimestre de 2012 y las perspectivas de un crecimiento bastante anémico para el próximo año auguran una evolución poco favorable para el mercado de trabajo. La tasa de paro de la zona del euro se incrementó una décima en octubre hasta el 11,7%, y siguió así su trayectoria ascendente iniciada en junio de 2011.

Los indicadores adelantados sugieren que esta tendencia se mantendrá a lo largo del cuarto trimestre. Así, la encuesta de la Comisión Europea sobre la intención de contratar trabajadores en los próximos tres meses muestra una contracción más acusada en octubre y noviembre que la acaecida durante el tercer trimestre. Por ejemplo, el índice del sector servicios para estos dos meses anotó, en promedio, un valor negativo de 5,6 puntos, mientras que esta variable de junio a septiembre se situó en los 3,9 puntos negativos. También se

La tasa de paro aumenta una décima en octubre hasta el 11,7%.

El empleo retrocede un 0,7% interanual en el tercer trimestre.

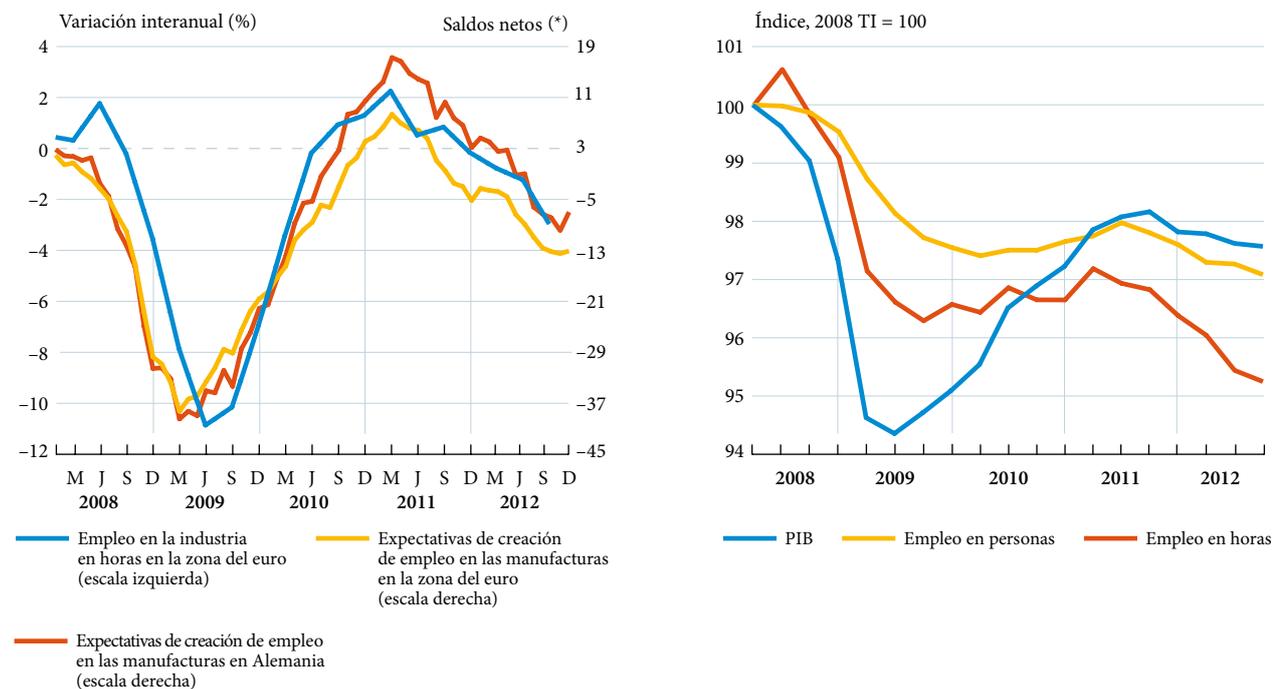
observa un deterioro en las expectativas de contratación en el sector manufacturero, aunque de menor magnitud. Esta trayectoria descendente para el conjunto de la zona del euro no es igual para todos los países. Destaca el mejor comportamiento de Alemania, donde en noviembre el índice del sector de servicios se incrementó en 4,4 puntos hasta los 6,8 puntos positivos y el de manufacturas, en 2,9 puntos hasta alcanzar un valor negativo de 7,1.

En el tercer trimestre, el retroceso en el número de personas ocupadas se agravó una décima hasta el 0,7% interanual. Este dato para el conjunto de la zona del euro enmascara notables diferencias entre países. En Alemania, por ejemplo, la tasa fue positiva, del 0,9%, mientras que en España se situó en el -4,6%.

La doble recesión experimentada por la zona del euro desde la crisis financiera de 2008 ha deteriorado profundamente el mercado de trabajo. Sin embargo, los efectos han sido distintos en cada una de las fases. En la primera, la corrección del empleo fue relativamente moderada gracias al mayor ajuste en las horas trabajadas y a las medidas de apoyo a la ocupación llevadas a cabo en varios países, especialmente en Alemania. Por el contrario, en la segunda fase, iniciada en 2011, la destrucción del empleo está siendo más acusada con relación a la caída del PIB. Ello en parte se debe a que la recaída está siendo relativamente más fuerte en aquellos países que se caracterizaban por tener, en general, un marco institucional menos favorable a llevar a cabo ajustes flexibles de los salarios y el empleo.

EL MERCADO DE TRABAJO MUESTRA UN PEOR COMPORTAMIENTO CON RELACIÓN A LA CAÍDA DEL PIB EN LA SEGUNDA FASE DE LA CRISIS

Indicadores de empleo



NOTA: (*) 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).
 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	Noviembre
Empleo								
Personas	-0,5	0,3	-0,1	-0,5	-0,6	-0,7	...	...
Horas	0,0	0,2	-0,1	-0,7	-0,8	-1,6	...	...
Expectativas de creación de empleo (*)								
Manufacturas	-7,7	2,6	-3,7	-3,7	-7,1	-12,3	-13,6	-13,2
Servicios	1,5	6,3	3,2	3,0	-2,9	-3,9	-5,7	-5,5
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	2,5	...	...
Francia	0,7	1,6	2,1	2,2	1,8	1,7	...	...
Italia	-0,5	0,8	1,1	1,1	1,4	2,3	...	...
España	-2,0	-1,5	-1,4	-1,5	-2,2	-3,0	...	...
Tasa de paro por países (**)								
Zona del euro	10,1	10,2	10,6	10,9	11,3	11,5	11,7	...
Alemania	7,1	5,9	5,6	5,6	5,5	5,5	5,4	...
Francia	9,7	9,6	9,8	10,0	10,3	10,6	10,7	...
Italia	8,4	8,4	9,2	10,0	10,5	10,6	11,1	...
España	20,1	21,7	23,0	23,8	24,7	25,6	26,2	...

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.

Retroceso en el IPC de la eurozona

Durante el mes de noviembre, la reducción del precio de la energía permitió un ligero descenso de la inflación en la zona del euro. Efectivamente, el índice de precios de consumo armonizado (IPCA) descendió un 0,2% intermensual, mientras que la variación interanual retrocedió tres décimas, hasta el 2,2%. La inflación subyacente, excluidas la energía y la alimentación, se mantiene en el 1,6% desde septiembre. La diferencia entre ambos índices no proviene del epígrafe de la alimentación, que presentó en noviembre una tasa interanual del 2,9% repitiendo el mismo registro que el mes anterior. En cambio, el precio de la energía, que en noviembre

bajó un 1,4% intermensual llevando la variación interanual del 8,0% al 5,7%, fue el principal responsable de esta corrección en el IPC general.

Otro epígrafe que ayudó al retroceso del IPC general fue el de comunicaciones. La caída del precio de los servicios de telecomunicaciones provocó una caída intermensual del 0,7%, que sitúa la variación interanual en el -4,1%. De forma similar la clase de gasto de ocio y cultura con un retroceso intermensual del 0,3% apoyó el descenso de la inflación. En este caso los responsables fueron la bajada de precios que se produjo en equipos audiovisuales y equipos de informática. El resto de clases de gasto no sufrieron variaciones intensas

La inflación en la eurozona se reduce tres décimas hasta el 2,2% interanual.

ZONA DEL EURO: ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO ARMONIZADO (IPCA)

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

	2010	2011	2011		2012			
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre
Zona del euro								
IPCA	1,6	2,7	2,9	2,7	2,5	2,5	2,5	2,2
IPCA subyacente	1,0	1,7	2,0	1,9	1,8	1,7	1,6	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	1,9
Francia	1,7	2,3	2,6	2,6	2,3	2,3	2,1	1,6
Italia	1,7	2,9	3,8	3,6	3,6	3,4	2,8	2,6
España	2,0	3,1	2,7	1,9	1,9	2,8	3,5	3,0

FUENTE: Thomson Reuters Datastream.

Mantenemos nuestra previsión de una ligera tendencia bajista de la inflación de la zona del euro.

con respecto a los registros interanuales presentados en el mes anterior.

Geográficamente, es destacable la intensa caída de cinco décimas en el IPC de Francia hasta el 1,6% interanual. En parte, esto se explica por la caída de los precios energéticos, que fue generalizada en todos los países de la eurozona, con mayor o menor intensidad. No obstante, en el caso galo se añadió una fuerte reducción de los precios del sector de servicios, gracias a un recorte en las facturas de los servicios de telefonía móvil, que acumulan una tasa de variación interanual del -15,1%, ayudado, adicionalmente, por una intensa caída en los precios de los billetes aéreos de un 5,6% intermensual. A estas bajadas de precios no fueron inmunes los epígrafes de paquetes vacacionales y hoteles y restaurantes con caídas del -2,9% y -0,2% intermensual, respectivamente.

Para el conjunto de la zona del euro, mantenemos nuestra previsión de una ligera tendencia bajista para el IPC. Nos sentimos confortables con nuestra estimación de inflación para el año en curso del 2,1%, nivel ligeramente por encima del 1,6% del Banco Central Europeo. La diferencia entre ambas recoge un sesgo ligeramente más positivo en el tono de actividad económica.

El saldo corriente de la zona del euro aumenta hasta los 79.440 millones de euros.

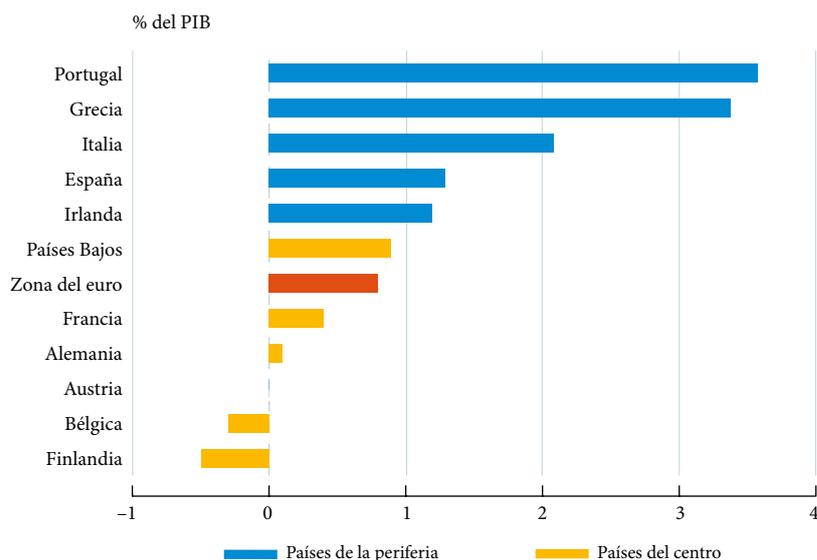
La balanza de bienes sigue impulsando el superávit corriente

El inicio de 2013 no parece que venga acompañado de cambios significativos en los principales factores que determinaron la evolución de la economía de la zona del euro el año pasado. Los procesos de consolidación fiscal y de desapalancamiento del sector privado, principalmente intensos en los países de la periferia, mantendrán débil la demanda interna. Todo apunta a que el sector exterior seguirá siendo el principal soporte de la economía de la zona del euro en 2013. En este contexto, el superávit corriente seguirá creciendo a lo largo de este ejercicio aunque, posiblemente, pierda intensidad a medida que avance el año.

Los datos disponibles hasta octubre de 2012 muestran un intenso dinamismo de las exportaciones de bienes de la zona del euro, con un incremento del 14,3% interanual. Esta cifra superó el aumento de las importaciones en el mismo periodo, del 6,9% interanual. Este buen comportamiento de la balanza de bienes elevó el superávit corriente acumulado durante los doce meses previos a octubre hasta los 79.440 millones de euros –equivalente al 0,9% del producto interior bruto (PIB) de

LOS PAÍSES DE LA PERIFERIA MEJORAN SU POSICIÓN CORRIENTE

Variación del déficit corriente entre 2011 y 2012



FUENTES: Comisión Europea y elaboración propia.

la zona del euro. De acuerdo con las previsiones de la Comisión Europea, esta tendencia se mantuvo durante los dos últimos meses del año hasta situar el superávit corriente en el 1,1% del PIB, 8 décimas por encima del registro de 2011.

Como muestra el gráfico anterior, la Comisión Europea estima que la mejora del saldo corriente fue un proceso prácticamente generalizado. Así, de los once principales países miembros de la unión monetaria, solamente dos registraron un deterioro del saldo corriente entre 2011 y 2012. Destaca la importante corrección en los países periféricos, reflejo del mayor estancamiento de su demanda interna. Grecia y Portugal registraron los mayores ajustes, en ambos casos por encima de 3 puntos porcentuales del PIB.

Una segunda lectura que se extrae del gráfico anterior tiene que ver con la evolución del saldo corriente en los distintos países de la zona del euro. Concretamente, las mejoras del saldo corriente fueron mayo-

res en aquellos países con desequilibrios exteriores más elevados. Sin embargo, ello no fue únicamente en detrimento de una reducción del superávit del resto de países. Así, por ejemplo, tanto los Países Bajos como Alemania, dos países que tradicionalmente presentan importantes superávits corrientes, volvieron a incrementar su saldo positivo en 2012. Esto se puede explicar, en parte, por la mejora de la competitividad de la zona del euro durante el año 2012. Una buena muestra de ello es la reducción del tipo de cambio efectivo nominal del euro.

De cara al nuevo año que iniciamos, esperamos un nuevo incremento del superávit corriente de la zona del euro. Sin embargo, el perfil de la recuperación del PIB en 2013, con una mayor actividad económica en la segunda mitad del año, hace prever que el proceso de mejora del saldo corriente pierda dinamismo. Una afirmación que se alinea con la menor previsión del incremento del saldo corriente de la eurozona para el conjunto del año, de 5 décimas.

Intensa mejora del saldo corriente de los países periféricos en 2012.

Esperamos una nueva mejora del superávit en 2013, aunque cada vez menor.

SECTOR EXTERIOR

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

	2010	2011	2011		2012			
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre
Zona del euro								
Importaciones	21,6	14,0	6,9	3,8	0,9	0,0	6,9	...
Exportaciones	20,1	13,3	9,2	8,5	8,1	7,3	14,3	...
Balanza comercial (1)	0,7	-9,2	-15,6	3,3	34,1	66,1	77,0	...
Saldos corrientes (2)								
Zona del euro	0,0	0,1	0,1	0,3	0,6	0,9	0,93	...
<i>Alemania</i>	6,0	5,7	5,7	5,7	6,1	6,3	6,5	...
<i>Francia</i>	-1,6	-2,0	-2,0	-1,9	-2,0	-2,0	-2,0	...
<i>Italia</i>	-3,5	-3,1	-3,1	-2,5	-1,8	-1,3	-1,2	...
<i>España</i>	-4,5	-3,5	-3,5	-3,4	-2,9	-2,2	...	...
Tipo de cambio euro/dólar (3)	1,33	1,40	1,35	1,32	1,30	1,25	1,29	1,29
Tipo de cambio efectivo nominal del euro (4)	103,7	103,4	102,1	99,4	98,2	95,9	97,80	97,20

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

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

(3) Valores mayores significan apreciación de la moneda.

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

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

Reequilibrios de las cuentas corrientes en la eurozona

La acumulación de una serie de desequilibrios en el seno de la UEM ha acabado desembocando en una crisis de deuda soberana y obligando a replantear los cimientos de la Unión. Las tensiones han reavivado la idea de que la UEM no encaja en lo que el laureado Robert Mundell definió como una «área monetaria óptima» debido, fundamentalmente, a excesivas rigideces nominales en un contexto de escasa movilidad laboral entre países y al limitado poder fiscal de la eurozona en su conjunto. Tales limitaciones contribuyeron, en su día, a la formación de los desequilibrios y, ahora, complican su reconducción en un contexto caracterizado por la diferente situación económica de unos –el centro– y de otros –la periferia–.

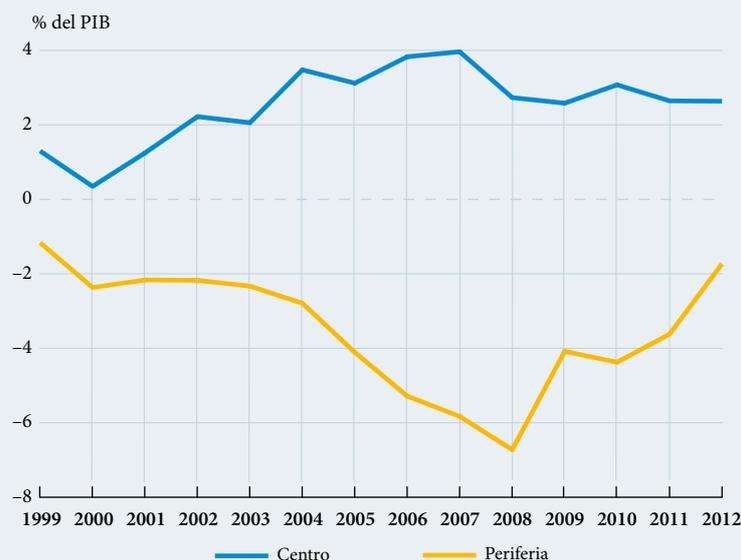
Haciendo bueno el dicho «no hay mal que por bien no venga», la primera gran crisis a la que se enfrenta la eurozona ha desencadenado un ambicioso proceso de reformas estructurales, tanto a nivel de país como a nivel de la UEM, que pretenden enmendar dichas carencias. Al mismo tiempo, la periferia ha iniciado una senda de corrección de los desequilibrios –fiscales, externos y de deuda privada– que sigue avanzando, sin prisa pero sin pausa, aupada por ese proceso de reformas. En el ámbito externo, el ajuste de los respectivos déficits por cuenta corriente ha sido, sin duda, extraordinario.

Según datos del FMI, y tal y como ilustra el gráfico siguiente, los países periféricos⁽¹⁾ han pasado de tener un déficit agregado por cuenta corriente en torno al 7% del PIB en 2008 a un modesto registro deficitario del 1,7% del PIB

(1) La distinción entre países periféricos y centrales no obedece a criterios geográficos sino que responde a la magnitud de los desequilibrios generados en el periodo 2000-2008. Véase el gráfico para una lista exacta.

REEQUILIBRIO SUSTANCIAL DE LOS SALDOS POR CUENTA CORRIENTE

Saldo por cuenta corriente



NOTA: **Centro:** Austria, Finlandia, Francia, Alemania, Luxemburgo, Países Bajos y Bélgica. **Periferia:** Chipre, Estonia, Grecia, Irlanda, Italia, Malta, Portugal, Eslovaquia, Eslovenia y España.

FUENTES: FMI (WEO Outlook, octubre 2012) y elaboración propia.

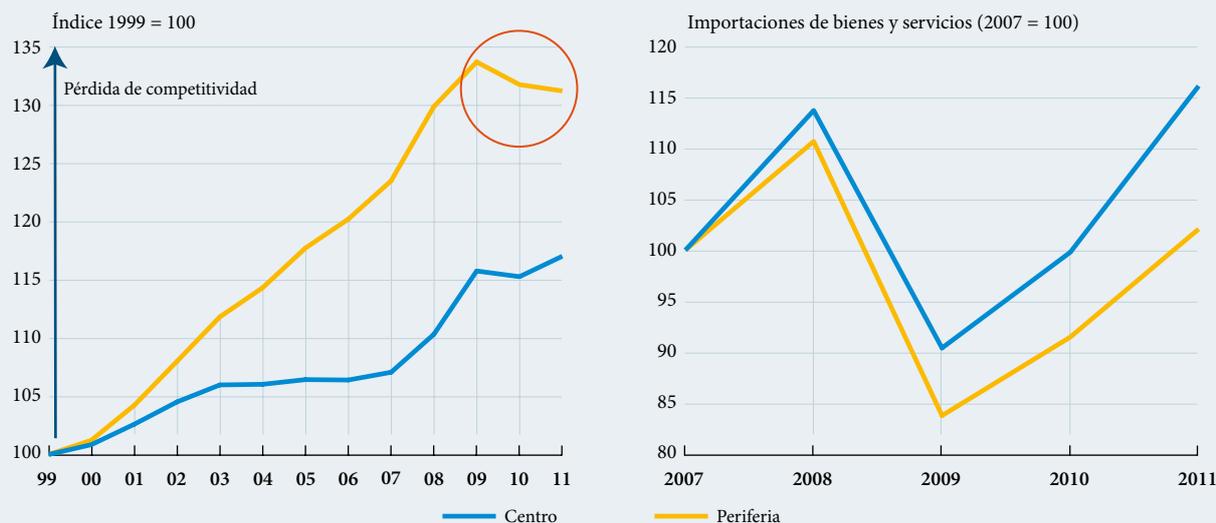
previsto para 2012. En contrapartida, y aunque con una reducción menos acusada, los países centrales han pasado de un superávit cercano al 4% del PIB en 2007 a un 2,6% del PIB en 2012. *Grosso modo*, la UEM habría corregido ya cerca del 80% de sus desequilibrios por cuenta corriente (en relación con lo que el FMI considera como su nivel de equilibrio).⁽²⁾

¿Qué ha impulsado este reequilibrio? Además del efecto del ciclo económico, ha habido tres factores fundamentales: mejoras en la competitividad en precios en la periferia, una mayor diversificación geográfica y/o sectorial de su exportación, y una moderación de cariz estructural de su demanda interna. En función de la relevancia real de dichas hipótesis, contaremos con más o menos garantías de que la corrección sea estructural y no simplemente cíclica. Vayamos, pues, por partes.

La pérdida de competitividad en precios de las economías periféricas en relación con sus socios del centro entre 2000 y 2007 se erigió como un determinante clave de los desequilibrios intraunión. Del mismo modo, las ganancias cosechadas desde que estalló la crisis (véase gráfico siguiente) han apoyado el actual proceso de reequilibrio intraunión. Sin duda, tanto la exportación como la corrección de la importación en la periferia se han beneficiado de la reducción de sus costes laborales unitarios (CLU), en relación con los de sus socios europeos, impulsada, en gran medida, por las reformas estructurales, en especial, en el ámbito laboral. Sin embargo, no todos los países de la periferia han registrado una mejora en ese ámbito –Italia, por ejemplo, ha seguido perdiendo competitividad respecto a sus socios.

(2) Estimación realizada a partir de los resultados de Lane, Philip R. y Gian Maria Milesi-Ferretti (2012) (véase referencia en la nota de pie 3), y de las previsiones a medio plazo del FMI (WEO, octubre 2012).

CORRECCIÓN EN LA PERIFERIA: MÁS COMPETITIVIDAD, MENOS IMPORTACIONES



FUENTES: BCE, WTO y elaboración propia.

El esfuerzo, especialmente en la periferia, por diversificar su exportación más allá de sus mercados y sectores habituales también ha contribuido al reequilibrio de las balanzas corrientes de los países del euro, pero, como en el caso de la competitividad, tampoco de forma generalizada. Algunas economías, entre las que destaca España, han aprovechado la crisis como un acicate para explotar el potencial que ofrecen economías como China, India o Brasil, aumentando la penetración de sus exportaciones en dichos mercados. En cambio, otras –entre las que se cuenta Italia– no han impulsado sus vínculos comerciales con los grandes emergentes y han visto caer su penetración en esos mercados. Por su parte, y aún siendo un avance positivo en sí mismo, algunos países del centro europeo, como Alemania, también han sabido sacar provecho a la situación para mejorar su intercambio comercial con los grandes emergentes, lo cual ha mitigado el reequilibrio de los saldos corrientes en el seno de la UEM y, por lo tanto, el peso de la diversificación como factor de impulso de dicha corrección.

Y si bien la recuperación de la competitividad en precios y el esfuerzo por diversificar de los países deficitarios han ayudado al reequilibrio de las balanzas externas de los países del euro, no han sido los únicos determinantes –ni los más importantes–. El mérito principal se atribuye a la moderación de la demanda interna en la periferia. Un estudio reciente de Lane y Milesi-Ferretti corrobora que el avance más contenido de la demanda interna de los países periféricos –más acusado cuanto mayor fue el déficit corriente antes de la crisis– ha sido el elemento clave en la corrección de sus déficits por cuenta corriente. A modo ilustrativo, y según el mismo estudio, la moderación de la demanda interna de España explica en torno al 60% de la corrección de su déficit por cuenta corriente desde el inicio de la crisis hasta la fecha.⁽³⁾ Este efecto ha sido importante, aunque podría haberlo sido más si las economías del centro hubieran compensado en mayor medida la menor demanda de la periferia con políticas de demanda expansivas.

(3) Cálculo realizado a partir de los estimadores de Lane, Philip R. y Gian Maria Milesi-Ferretti, «External adjustment and the global crisis», *Journal of International Economics*, Vol. 88, Issue 2, Noviembre de 2012, pp. 252-265.

La importancia de la moderación de la demanda interna periférica como elemento corrector de los desequilibrios por cuenta corriente en la eurozona suscita dudas acerca de la sostenibilidad de dicha corrección en cuanto se recupere el ciclo económico. Ante ello, cabe apelar a los significativos cambios estructurales, tanto a nivel de país como a nivel de la eurozona, que pretenden sentar las bases para encauzar una senda de crecimiento más equilibrada. En ese sentido, el hecho de que las significativas ganancias de competitividad de los países periféricos sean fruto, en buena parte, de las reformas estructurales avala su persistencia. Asimismo, los avances hacia una mayor y mejor coordinación de las políticas macroeconómicas a nivel de la UEM también apoyarán la continuidad del proceso de corrección de desequilibrios y un crecimiento más equilibrado a medio plazo (véase recuadro «No preguntes qué puede hacer Europa por ti. Pregunta lo que tú puedes hacer por Europa»).

En definitiva, la gradual recuperación de la competitividad-precio de los países periféricos y, en especial, el comediemento de su demanda interna –parte cíclico, parte estructural– han impulsado la corrección de los desequilibrios por cuenta corriente en la eurozona. Sin embargo, queda camino por recorrer: competitividad por atesorar por parte de la periferia; un mayor respaldo al proceso de reequilibrio por parte de las economías centrales, vía fomento de su demanda interna; y avances ambiciosos hacia una unión económica y monetaria más sólida.

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

El Consejo Europeo impulsa la unión bancaria

El Consejo Europeo celebrado en diciembre se saldó con resultados modestamente positivos. La lectura favorable es que los acuerdos alcanzados introducen elementos básicos para reforzar institucionalmente la Unión Económica y Monetaria (UEM), en base a consensos sólidos sin la presión de la urgencia. Además, el clima negociador fue tranquilo y sin manifestaciones externas de discrepancias entre los líderes. La lectura crítica es que dichos acuerdos siguen en la línea de gradualismo pausado y se quedan cortos respecto a lo esperado.

Los principales avances se produjeron respecto a la creación de un marco financiero integrado, lo que se conoce como unión bancaria. Este es un pilar fundamental para romper el vínculo entre el riesgo bancario y el soberano, y garantizar un acceso

al crédito en condiciones similares en todos los países de la zona del euro. En particular, se reafirmó la creación de un Mecanismo Único de Supervisión (MUS), tal y como ya se había propuesto en el Consejo de junio. Se acordó que el Banco Central Europeo asuma las competencias de supervisión en marzo de 2014 y, en principio, tendrá la responsabilidad última sobre todos los bancos europeos. Sin embargo, a efectos prácticos, ejercerá la supervisión directa de aquellos bancos cuyos activos excedan 30.000 millones de euros o bien excedan el 20% del PIB del país, con un nivel mínimo de activos de 5.000 millones. Además, el BCE, a instancias de la autoridad nacional competente, puede supervisar cualquier entidad que se considere de relevancia significativa con relación a la economía nacional.

Los otros acuerdos en materia bancaria fueron menos alentadores. Respecto a los otros dos pilares fundamentales de la

La discusión sobre la unión fiscal se pospone a junio.

El BCE supervisará la banca europea a partir de marzo de 2014.

Se inicia la corrección de los desequilibrios macroeconómicos, aunque tardará en completarse.

unión bancaria, el mecanismo de resolución bancaria y un esquema de garantía de depósitos, se pide a la Comisión Europea que presente una propuesta de directiva para ser discutida en el Consejo del próximo junio. También se acordó desarrollar durante el transcurso del primer semestre de 2013 un marco operacional que defina las condiciones para la recapitalización directa de la banca con fondos comunes y la definición de los «activos heredados», aunque todavía no se ha acordado una fecha de aplicación efectiva.

En los otros frentes abiertos, los procesos de integración fiscal y económica, igualmente importantes, no se hicieron grandes avances. Simplemente se estableció como prioridad inmediata implementar el marco de gobernanza económica que ya fue aprobado anteriormente (*six-pack*, *two-pack*, *fiscal compact*). Pero no se ahondó en otros aspectos de la unión fiscal, como podría ser la creación de un presupuesto central específico para apoyar a países que implementen reformas estructurales. Este, junto con otros aspectos rela-

cionados con la coordinación de las reformas nacionales y las políticas económicas, serán los temas de discusión centrales de la reunión de junio.

En paralelo a estos avances en el marco institucional, las reformas estructurales emprendidas a nivel nacional ya están dando sus frutos. Así, en el último informe sobre alertas para la prevención y corrección de los desequilibrios macroeconómicos, la Comisión Europea (CE) afirma que se observa una notable mejora de la competitividad y de la balanza por cuenta corriente de los países periféricos. Sin embargo, 14 países de la Unión Europea aún siguen bajo el programa de análisis profundo de la CE con el que se pretende guiar a los Estados miembros en la adopción de políticas adecuadas para resolver los desequilibrios y establecer los cimientos para un crecimiento sostenible y la creación de ocupación. A pesar de los avances observados hasta la fecha, el proceso de corrección de los desequilibrios es lento y todavía tardará varios años en completarse.

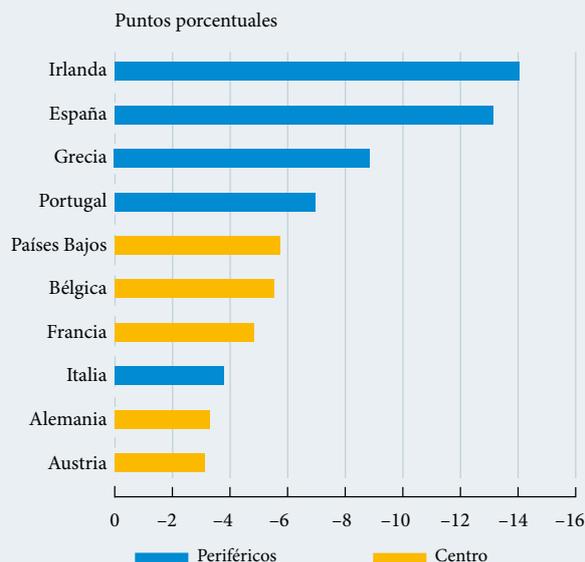
Consolidación fiscal de la periferia: reequilibrio en marcha

Las cuentas públicas de los países europeos parecían solventes antes de que estallara la crisis *financiera global* en 2007. El tiempo, sin embargo, ha puesto en evidencia que ello no era así. Una muestra de ello son los quince procedimientos de déficit excesivo (PDE) que fueron abiertos por la Comisión Europea entre febrero de 2009 y mayo de 2010 por incumplimiento de los criterios de Maastricht, que fijan un objetivo de déficit público máximo del 3% del PIB. Un hecho, hasta cierto punto, razonable dada la magnitud de la recesión que se produjo.

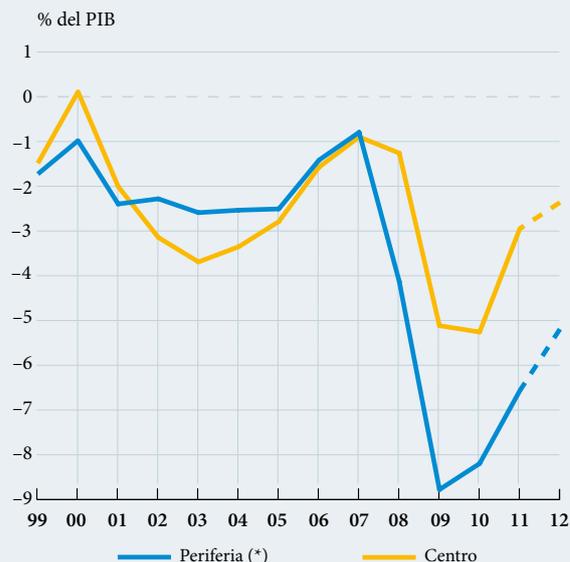
Sin embargo, las dificultades que algunos países han tenido para enderezar las cuentas públicas, notablemente en los países llamados de la periferia, pusieron de manifiesto que el modelo de financiación público no era sostenible en muchos países de la eurozona. Para lograr reconducir las finanzas públicas era necesario emprender reformas de gran calado. La dificultad radica en que las reformas estructurales requieren amplios consensos sociales, difíciles de conseguir en tiempos de crisis y, además, sus resultados no son inmediatos. Las consecuencias de todo ello son bien conocidas, la peor crisis económica y social en Europa en décadas. La urgencia de la situación, sin embargo, hizo que tanto a nivel europeo como en cada país, se adoptaran numerosas y profundas reformas. En medio de tantas noticias negativas, es importante resaltar que se están empezando a obtener los primeros resultados.

TRAS EL DETERIORO DEL DÉFICIT PÚBLICO, LOS PAÍSES PERIFÉRICOS AVANZAN EN EL PROCESO DE CONSOLIDACIÓN FISCAL

Variación del saldo público entre 2007 y 2009



Déficit público promedio



NOTA: (*) Véase la nota (1) al pie de esta página.

FUENTE: Comisión Europea.

Empecemos por el principio. El aumento del déficit público entre 2007 y 2009 fue especialmente intenso en los países periféricos. Como muestra el gráfico anterior, Irlanda y España encabezaron la lista de países con un mayor deterioro del saldo público durante este periodo, con caídas de 14,0 y 13,1 puntos porcentuales respectivamente. El incremento del desequilibrio fiscal en Grecia y Portugal también fue importante, aunque más contenido, de 8,8 y 7,0 puntos porcentuales en cada país. Solamente el déficit italiano presentó un comportamiento similar a la media de los principales países del centro, con crecimientos de 3,8 y 4,1 puntos porcentuales respectivamente.

Pero más allá del impacto inicial de la crisis sobre las cuentas públicas, lo que alimentó la desconfianza respecto a la capacidad de consolidación fiscal de la periferia fueron las dificultades iniciales para reconducir el deterioro de las finanzas públicas. La escasa reducción del déficit público que se produjo en 2010, menos de un punto porcentual en el conjunto de los países periféricos, sumada al incumplimiento generalizado de los objetivos de déficit en 2011, dio motivos para recelar de la capacidad de ajustar las cuentas públicas en estos países.⁽¹⁾ De hecho, a diferencia de lo ocurrido en los países del centro, ninguno de los países de la periferia, a excepción de Italia, ha logrado cumplir con la exigente senda de consolidación fiscal marcada en sus PDE. Las consiguientes revisiones del proceso de ajuste no hicieron más que avivar las reticencias de los inversores respecto a la capacidad de estos países para poder estabilizar la deuda pública en niveles sostenibles.

En 2012, sin embargo, tenemos ya numerosas pruebas de que en la periferia se están haciendo importantes esfuerzos. El déficit se habrá reducido entre 2010 y 2012, de acuerdo con las previsiones de la Comisión Europea (CE),

(1) Por disponibilidad de datos, se analizan 9 de los 17 países de la zona del euro. El centro está integrado por Finlandia, Francia, Alemania y Bélgica, y la periferia por Grecia, Irlanda, Italia, Portugal y España. El criterio para asignar los países en un grupo u otro se basa en su posición de superávit o déficit, respectivamente, en la balanza por cuenta corriente.

cerca de 4 puntos porcentuales del PIB. Concretamente, los países periféricos cerrarán 2012 con un déficit público, en promedio, cercano al 5% del PIB, solo dos puntos porcentuales por encima del límite fijado en los criterios de Maastricht.

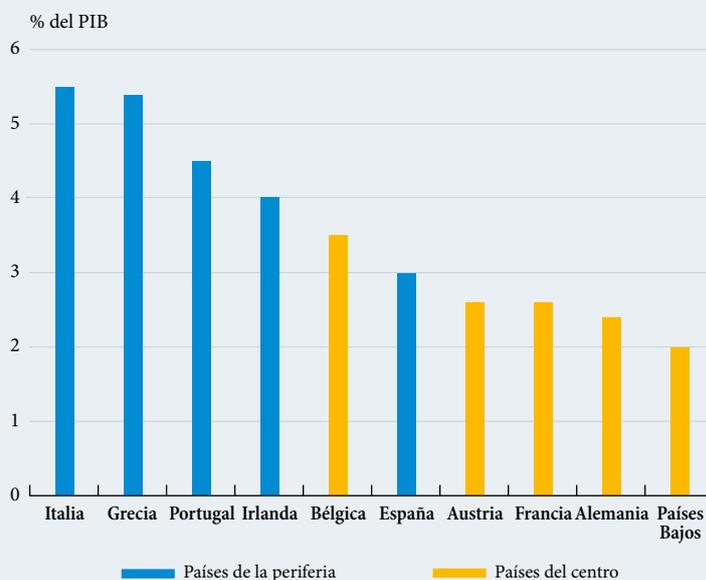
En este sentido, es importante remarcar que el esfuerzo fiscal que los países periféricos han tenido que hacer ha sido muy superior a los del centro. No solo han reducido el déficit público en 1 punto porcentual más durante este lapso de tiempo, sino que lo han hecho en unas condiciones económicas mucho más adversas. El PIB de los países de la periferia habrá caído un 0,4% entre 2010 y 2012 en términos nominales, de acuerdo con las previsiones de la CE, mientras que en los países del centro habrá aumentado en un 5,5%. Ello no solo hace que automáticamente el déficit como porcentaje del PIB sea superior (por el efecto de tener un denominador menor), sino que en un contexto de recesión el esfuerzo fiscal que un país tiene que hacer para reducir el déficit es superior. La caída de la actividad reduce la capacidad recaudatoria y, al mismo tiempo, aumenta el gasto por mayor demanda de prestaciones sociales.

Un segundo obstáculo al que se han tenido que enfrentar los países periféricos es el fuerte incremento del gasto en intereses de la deuda. Este aumento responde, en parte, al mayor endeudamiento público. Según las previsiones de la CE, la deuda pública en 2012 habrá aumentado hasta el 115,3% del PIB en la periferia, 40 puntos porcentuales por encima del nivel de 2007. Por otro lado, las tensiones financieras en los mercados de deuda soberana europea han provocado un intenso aumento de los costes de financiación. Fruto de todo ello, el gasto en intereses de la deuda habrá superado el 4% del PIB en todos los países de la periferia en 2012, exceptuando España que se queda en el 3%. En los países del centro, en cambio, esta cifra es significativamente menor.

En definitiva, la periferia europea ya puede, finalmente, demostrar con hechos los efectos de los ajustes que está llevando a cabo. La comunidad inversora internacional, por lo tanto, es de esperar que gradualmente vaya ganando

LOS PAÍSES DE LA PERIFERIA SOPORTAN UNA MAYOR CARGA DE INTERESES EN 2012

Gasto en el pago de intereses



FUENTE: Comisión Europea.

do confianza en la solvencia de la deuda de estos países, lo que debería traducirse en una reapertura también gradual de los mercados y en menores costes de financiación. Ello también debería facilitar el proceso de refundación de la Unión Económica y Monetaria ya que quitará argumentos a los más desconfiados en la capacidad de integración de la periferia a los estándares del centro. Eso sí, el proceso de ajuste no ha terminado. Los países de la periferia se encuentran en una situación muy vulnerable y difícilmente podrían afrontar con garantías un nuevo *shock* económico. El proceso de reequilibrio de su economía sigue siendo tan necesario como urgente y debe ir acompañado por la estabilidad económica y política del conjunto de la eurozona, al tiempo que se avanza en las reformas institucionales de la unión monetaria.

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

La fragmentación en el mercado de crédito se aligera

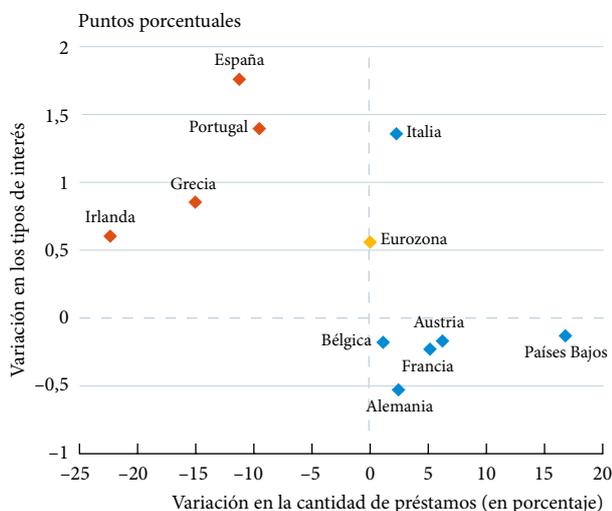
Desde el estallido de la crisis de la deuda soberana europea, se ha producido una fragmentación de los mercados financieros europeos, creando un dualismo en los costes de financiación entre países centrales y periféricos. La diferencia es especialmente elevada para aquellos préstamos

inferiores a un millón de euros, que son los utilizados por las pequeñas y medianas empresas (pymes). Entre agosto de 2010 y agosto de 2012, el tipo de interés al que se financian las pymes aumentó de forma notable en los países periféricos, mientras que se redujo en los países del centro. Ello es especialmente significativo ya que, cuanto mayor es el coste de financiación, menor es la capacidad crediticia. Así, en

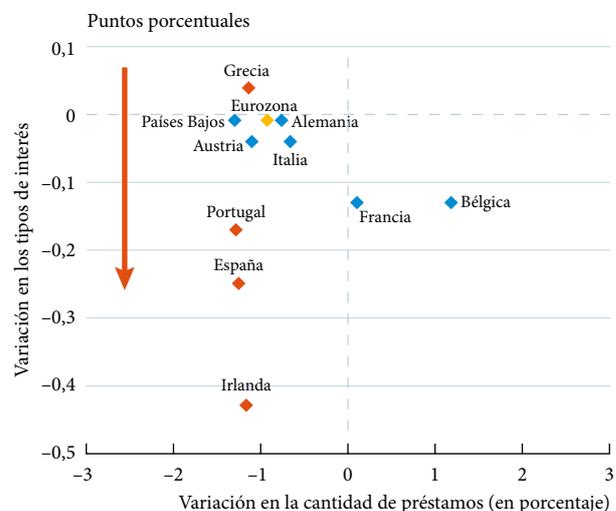
Mengua la dispersión en los costes de financiación entre países de la zona del euro.

LA FRAGMENTACIÓN EN EL MERCADO DE CRÉDITO EUROPEO AMINORA

Evolución en las condiciones de financiación entre agosto de 2010 y agosto de 2012



Evolución en las condiciones de financiación entre agosto de 2012 y octubre de 2012



FUENTES: Banco Central Europeo y elaboración propia.

El Consejo Europeo reafirma su compromiso de crear el Mecanismo Único de Supervisión, pero lo retrasa a 2014.

países como España y Portugal donde el coste del crédito aumentó en 174 y 180 puntos básicos respectivamente, también se experimentó una contracción mayor: el 11,3% y el 9,6%, concretamente. Por su lado, países como Alemania se beneficiaron de una reducción del tipo de interés de 54 puntos básicos, lo que ayudó a incrementar el crédito bancario.

Esta heterogeneidad en los costes de financiación detonó la intervención decidida del Banco Central Europeo en el mes de agosto, anunciando un programa de compras ilimitadas de deuda soberana en los mercados secundarios sujeto a condicionalidad y mostrando su compromiso de hacer todo lo posible en aras de garantizar la unidad del euro. Tras este anuncio, se produjo cierta corrección en la divergencia de los costes de financiación entre los países de la moneda común. Así, el tipo de

interés disminuyó entre agosto y octubre de 2012, exceptuando a Grecia, en todos los países, especialmente en Irlanda y España. Sin embargo, por ahora el ajuste solo se ha producido en precios y todavía no se ha traducido en una menor caída del crédito. Así, la financiación al sector privado no financiero ha vuelto a disminuir en la zona del euro hasta alcanzar, en el mes de octubre, un crecimiento interanual del -1,5% frente al -1,2% de septiembre.

Los depósitos, por su parte, registraron tasas de crecimiento muy elevadas, especialmente las cuentas a la vista, con una tasa de crecimiento interanual del 7%. Ello se debe, en parte, a que las aportaciones de capital que realizaron en octubre los países de la zona del euro para la constitución del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) se contabilizan como depósitos a la vista. Si este efecto se tiene en cuenta, el

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	Noviembre
Financiación al sector privado (1)								
Sociedades no financieras	-1,0	2,0	1,9	0,7	0,2	-0,6	-1,5	...
Hogares (2)	2,7	2,7	2,2	1,9	1,3	0,9	0,8	...
Depósitos (1)								
Depósitos a la vista	8,7	1,4	1,1	1,9	2,5	4,9	7,0	...
Otros depósitos a corto plazo	-5,3	2,6	1,9	2,7	2,4	1,1	1,7	...
Instrumentos negociables	-9,1	-5,4	-3,0	0,4	2,8	0,8	0,0	...
Tipo de interés del mercado monetario (%)								
Repo BCE	1,0	1,25	1,42	1,00	1,00	0,83	0,75	0,75
Euríbor a 3 meses	0,80	1,38	1,54	1,14	0,71	0,44	0,22	0,20
Euríbor a 12 meses	1,34	1,99	2,08	1,76	1,32	0,98	0,69	0,62
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	2,2	...
Préstamos a los hogares para adquisición de vivienda (4)	2,7	3,3	3,5	3,4	3,2	3,0	2,9	...
Depósitos hasta 1 año de los hogares	2,1	2,6	2,8	2,9	2,7	2,8	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 inicial.

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

FUENTES: Banco Central Europeo y elaboración propia.

incremento interanual pasa a ser del 5,1%, un crecimiento ligeramente superior al del mes de septiembre.

Con sus actuaciones, el BCE ha logrado estabilizar las tensiones financieras despejando cualquier duda sobre su posición en defensa del euro. No obstante, en última instancia, lo que garantiza el futuro de la unión es el compromiso político de avanzar hacia un marco financiero integrado. En este sentido, el acuerdo alcanzado por los líderes europeos en el Consejo Europeo de diciembre de avanzar hacia una unión bancaria es un paso en la dirección correcta. En concreto, se aprobó la creación del Mecanismo Único de Supervisión, aunque se retrasó la fecha de asunción de competencias del BCE hasta marzo de 2014.

Sin embargo, los aspectos más sensibles, como son la recapitalización directa de la banca por el Mecanismo Europeo de Estabilidad y la definición de los «activos heredados», están aún por resolver. No obstante, el Consejo Europeo urge el acuerdo de un marco operacional para resolver estos aspectos durante el transcurso del primer semestre del 2013, hecho crucial para romper el círculo vicioso existente entre riesgo bancario y soberano. Además, también se requiere a la Comisión que presente una propuesta de directiva para el mecanismo de resolución bancaria y un esquema de garantía de depósitos.

Los avances llevados a cabo durante estos últimos meses han conseguido reducir en cierto modo la fragmentación financiera. Sin embargo, las diferentes condiciones de acceso al crédito están perjudicando la competitividad de las empresas de aquellos países con mayores necesidades de financiación externa. Para lograr unos mercados financieros totalmente integrados, es necesario seguir avanzando en la creación de instituciones que fomenten la fortaleza de la zona del euro y mitiguen las diferen-

cias en los tipos de interés soportados por hogares y sobre todo por empresas.

Europa emergente: 2013, ¿año de recuperación?

¿Qué deparará Europa emergente en 2013 en materia de crecimiento económico? Con toda la prudencia que exige un momento económico presidido por una incertidumbre notable, nuestro escenario central contempla que en dicho ejercicio la región en su conjunto registrará una recuperación de la actividad, pero que la intensidad de la misma será claramente moderada.

El punto de partida de dicho escenario son las tendencias más recientes de actividad económica. En este frente, que determina los resultados económicos a corto plazo, y a falta de disponer de los datos de cierre de 2012 en el momento de escribir estas líneas, el elemento más relevante a retener es que los indicadores disponibles sugieren una cierta recuperación de la actividad en el cuarto trimestre. Dicha tendencia se aprecia con mayor nitidez en el indicador de sentimiento económico, que ha repuntado en noviembre.

No obstante, cabe plantearse si este movimiento es, simplemente, una corrección puntual. Cabe recordar que, en el tercer trimestre, las cifras de contabilidad nacional de las cinco economías que reseñamos habitualmente en estas páginas (Polonia, Hungría, República Checa, Eslovaquia y Rumania) tendieron a ser peores de lo previsto. Ello sugiere un tono de debilidad que debería tener cierta persistencia. Tratando de conciliar ambas visiones, la de muy corto plazo y la de carácter más subyacente, nuestra lectura es que los datos del cuarto trimestre no son un rebote circunstancial sino que representan el inicio de un movimiento más sostenible, ya que

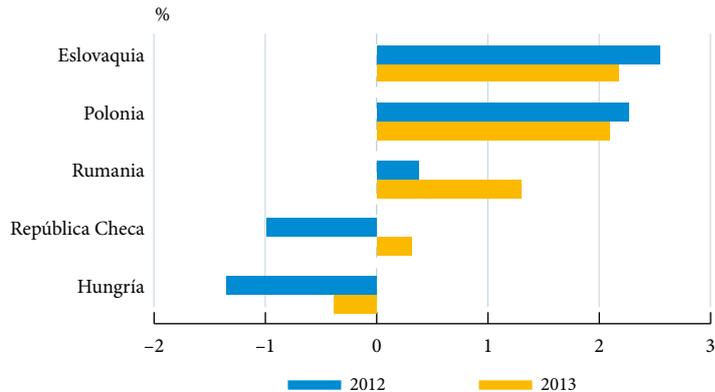
Quedan por resolver aspectos de la unión bancaria.

En Europa emergente, prevemos un 2013 en moderada recuperación.

Dos aspectos críticos para consolidar la incipiente reactivación son que el estrés financiero siga contenido...

LA ACTIVIDAD SE RECUPERARÁ MODERADAMENTE EN EUROPA EMERGENTE EN 2013

Previsión de crecimiento real, en porcentaje



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

...y que la eurozona salga de la recesión durante la primera parte de 2013.

los indicadores de carácter más anticipatorio, como los pedidos industriales, apuntan en dicho sentido.

Con todo, el escenario de recuperación dependerá críticamente de dos desarrollos externos a Europa emergente. El primero es que el nivel de estrés financiero sobre las economías de la región no empeore apreciablemente. En ese sentido, cabe recordar que, tras la secuencia de decisiones comunitarias de los últimos meses que han establecido la base para la contención de la crisis de la deuda de la eurozona, las primas de riesgo de las cinco economías que aquí comentamos se han reconducido notablemente. Aunque los repuntes coyunturales no son descartables, es importante que no se invierta la tendencia a la mejoría experimentada desde el verano pasado. Nuestra hipótesis es que ese será efectivamente el caso, lo que implica que en el promedio de 2013 las condiciones de financiación externas de estos países serán menos restrictivas que las que se dieron entre mediados de 2011 y mediados de 2012.

El segundo elemento exógeno a la región es el referido a la evolución cíclica prevista de la eurozona. En dicho frente, nuestro escenario central prevé que la recesión de

la zona del euro se cerrará a principios de 2013, pasando a registrarse una recuperación lenta, pero sostenida, desde el primer trimestre de dicho ejercicio. Ello debería permitir que giren al alza las exportaciones de bienes de las economías de Europa emergente, y en particular las de bienes de equipo, fundamentales en estos países.

En esta mejora esperada de la actividad, el papel de la política económica será reducido. De entrada, cabe esperar que la política fiscal mantendrá el esfuerzo de consolidación fiscal que se ha venido registrando en los últimos tiempos. Ello deja a la política monetaria como el único apoyo disponible. No obstante, ni los niveles actuales de los tipos de referencia (en términos históricos, relativamente bajos) ni la situación de la inflación (apenas contenida aun teniendo en cuenta las escasas presiones de demanda registradas) hacen prever un movimiento de relajación monetaria excesivo.

Bajo estas hipótesis, el crecimiento previsto para 2013 que manejamos para el conjunto de la región es del 1,1%, escaso pero que prácticamente dobla el registrado en 2012. Siendo este el panorama general,

conviene detenerse un instante en algunas circunstancias de los distintos países, ya que presentan matices relevantes. De cumplirse con lo previsto, el único país de la zona que experimentará una caída del PIB en 2013 será Hungría. Ello se debe, fundamentalmente, al hecho de que el país está intensificando el ajuste fiscal a fin de controlar el déficit público. Con todo, dicho retroceso será menor que el de 2012. Mejores perspectivas mantendrán la República Checa y Rumania. En ambos casos, el avance del PIB en 2013 será del orden de un punto porcentual mayor que en 2012. Dada la contención de su demanda interna, este plus de crecimiento vendrá generado principalmente por las exportaciones.

Finalmente, el escenario de Polonia y Eslovaquia presenta también ciertas particularidades. Con un crecimiento previsto en 2013 cercano al 2,5%, en ambos casos se tratan de las economías que más crecerán en la región. Aun así, esta cifra representa una moderada desaceleración respecto a los registros de 2012. Ello se debe a que la demanda interna polaca y eslovaca está enfilando una senda descendente desde mediados de 2012, tendencia que debería mantener su inercia hasta bien entrado 2013, impidiendo que la mejora de la exportación, que también alcanzará a estas economías, se traslade en una aceleración de la actividad.

Por países, cabe destacar que Hungría podría ser el único país con caída del PIB en 2013.

MERCADOS FINANCIEROS

Mercados monetarios y de capital

Los mercados financieros atraviesan una etapa de relativa calma.

El acierto de Gobiernos y bancos centrales es clave para la estabilización financiera.

Las políticas monetarias expansivas dominan el escenario global.

Buen comportamiento en el tramo final del ejercicio

Se acaba un año marcado por los convulsos acontecimientos alrededor de la crisis de la eurozona y por la preocupante desaceleración del ritmo de crecimiento global. La actuación de las autoridades gubernamentales y monetarias ha sido crucial para conseguir la contención de riesgos que ahora se percibe en ambos frentes. Las primeras han acordado el establecimiento de una hoja de ruta para reforzar institucionalmente la UEM, incorporando elementos para una verdadera unión bancaria y fiscal. Además, han redoblado los esfuerzos para reconducir los problemas de los países periféricos. Las segundas han intensificado el grado de laxitud de sus políticas monetarias, con el propósito de afianzar la estabilidad financiera y estimular el crecimiento económico. Aunque todavía queda un largo recorrido por andar, los resultados se están empezando a notar. El periodo de calma que se ha abierto en la escena financiera internacional está caracterizado por una recuperación de la confianza, la búsqueda de rentabilidad por parte de los inversores (después de meses apostando por los activos de máxima calidad) y una mejora de los indicadores de coyuntura. 2013 comienza bajo la esperanza de que estas pautas se consoliden. Sin embargo, a nivel global se mantienen todavía distintos focos de incertidumbre que constituyen amenazas a vigilar. Además del curso de acción en la eurozona, destaca el asunto de las negociaciones entre demócratas y republicanos para evitar el denominado *fiscal cliff*, que podría llevar a Estados Unidos de nuevo a la recesión. En otro plano, abundan las incógni-

tas respecto a los efectos (tanto los pretendidos como los indeseados) de las agresivas medidas monetarias que se están tomando en los países desarrollados.

Los bancos centrales intensifican la expansión monetaria

Si algo ha caracterizado al entorno monetario en 2012, ha sido el carácter marcadamente expansivo de las políticas a nivel mundial. El compromiso de las autoridades para proporcionar un marco económico y financiero estable ha imperado en las decisiones de la mayoría de bancos centrales. A pesar de que las herramientas utilizadas han diferido en contenido y forma, las medidas implementadas han sido decididas y ambiciosas. Los frutos están empezando a llegar. Los principales resultados se pueden observar en la relativa estabilización de los mercados de crédito soberano en la eurozona, así como en la contención del deterioro de la actividad en las principales economías. No obstante, bajo la consideración de que todavía queda mucho por hacer, en diciembre se ha acrecentado el relajamiento de las condiciones monetarias en la eurozona y en Estados Unidos.

En Europa, en la última reunión del año, el Banco Central Europeo (BCE) decidió mantener el tipo de interés oficial en el 0,75%. La entidad prevé que durante gran parte del próximo año la economía de la región mantendrá un tono débil, caracterizado por la sobriedad del gasto interior y la contención de la demanda externa. Sin embargo, sigue esperando que de cara a finales de 2013 la situación mejore, gracias

al fortalecimiento de la actividad global y al efecto de su política monetaria acomodaticia sobre la confianza en los mercados financieros europeos. En base a estas consideraciones, el banco central revisó sus previsiones de crecimiento ligeramente a la baja, estimando que la variación del PIB en 2013 se situará entre -0,9% y +0,3%. De igual manera, opina que las presiones inflacionistas se mantendrán contenidas durante los próximos trimestres, presentándose como principales riesgos en el corto plazo el encarecimiento de los precios del crudo y los derivados del aumento de los impuestos indirectos. Con este panorama, el propio Mario Draghi reconoció que en la reunión del Consejo se dis-

cutió ampliamente la posibilidad de un recorte de los tipos oficiales, aunque finalmente la mayoría de miembros optó por mantenerlos en los niveles vigentes. Lo cierto es que el debate sobre una próxima rebaja de tipos ha pasado a ser un tema central entre los participantes en los mercados financieros. Bajo la previsión de empeoramiento del crecimiento durante el próximo año y controlada la amenaza inflacionista, es elevada la probabilidad de que el BCE efectúe un recorte del tipo oficial en el transcurso del primer trimestre de 2013.

Por otro lado, dentro del capítulo de medidas no convencionales, el Consejo decidió

El BCE revisa a la baja sus previsiones de crecimiento para 2013.

Draghi deja las puertas abiertas a posibles rebajas de tipos de interés.

TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO EN LOS MERCADOS NACIONALES

En porcentaje anual

	Zona del euro			Estados Unidos		Japón	Reino Unido		Suiza
	Subastas BCE (2)	Euribor (5)		Nivel objetivo de Reserva Federal (3)	Tres meses (5)	Tres meses (5)	Tipo de intervención Banco de Inglaterra (4)	Tres meses (5)	Tres meses (5)
		Tres meses	Un año						
2011									
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	0,75	0,19	0,57	0,25	0,31	0,19	0,50	0,52	0,00
Diciembre (1)	0,75	0,18	0,54	0,25	0,31	0,18	0,50	0,52	-0,02

NOTAS: (1) Día 20.

(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 mecanismo de supervisión bancaria en Europa beneficiará el funcionamiento de los canales de crédito.

prorrogar el régimen de subastas de liquidez a tipo de interés fijo con adjudicación plena (la denominada «barra libre») durante el tiempo necesario, y al menos durante el primer semestre de 2013.

Sin perjuicio de lo anterior, la institución considera que es prioritario restituir la correcta transmisión de la política monetaria en todos los países miembros, lo cual pasa por normalizar las condiciones de financiación de los soberanos y de las entidades bancarias, rompiendo los vínculos perniciosos todavía existentes. Para ello, el BCE sugiere que estas últimas deben reforzar sus políticas de liquidez y solvencia. Precisamente es en este ámbito donde incide el Mecanismo Único de Supervisión bancaria, que tiene al BCE a la cabeza. En el último Ecofin, los ministros de finanzas de la Unión Europea acordaron que la máxima autoridad monetaria supervisará los bancos de la región con activos valorados en más de 30.000 millones de euros, o con un peso superior al 20% del PIB de su país de origen.

En Estados Unidos, la Reserva Federal (Fed) ha intensificado la laxitud de su política monetaria. De hecho, en la primera reunión después de la reelección de Barack Obama como presidente, la institución anunció decisiones sin precedentes. La Fed explicó que su análisis de los distintos indicadores económicos muestra que el ritmo de crecimiento del PIB se mantiene moderado durante los últimos meses, decepcionando los pronósticos de aceleración, y siempre dentro de un entorno de estabilidad de precios. En particular, destacó aspectos fundamentales como el mercado laboral, que sigue presentando una elevada tasa de desempleo. En consecuencia, la Fed ha optado por intensificar los esfuerzos para alcanzar el doble objetivo de impulsar la creación de empleo y mantener la estabilidad de precios. Para ello, se ha comprometido a mantener los tipos de interés excepcionalmente bajos (en los

niveles actuales de 0%-0,25%) mientras la tasa de paro se encuentre por encima del 6,5% y la inflación esperada a uno y dos años vista no supere en medio punto porcentual el 2%, que es el objetivo a largo plazo. Este anuncio se sobrepone a la referencia temporal que anticipaba que las subidas de los tipos de interés se producirían a partir de 2015.

Adicionalmente, la Fed ha decidido extender el programa de compra de bonos del Tesoro norteamericano y bonos respaldados por activos inmobiliarios. Una vez finalice en diciembre la Operación Twist, el banco central considera conveniente incrementar el volumen mensual de compras de deuda, con el fin de asegurar unas condiciones financieras laxas. En concreto, a partir de enero de 2013 la Fed adquirirá mensualmente titulizaciones hipotecarias por valor de 40.000 millones de dólares, y bonos del Tesoro con vencimiento a largo plazo por valor de 45.000 millones de dólares. Asimismo, mantendrá la política de reinversión de los intereses y el principal de los títulos en su poder. Al igual que ocurre con los tipos de interés, en este caso el perfil acomodaticio de la política monetaria supedita la duración de estas actuaciones a la mejora del empleo y la inflación, sin poner ni fecha ni cuantía límites.

No obstante, Bernanke volvió a comentar que la efectividad de esta estrategia está supeditada al éxito de las negociaciones entre los dirigentes políticos para evitar el riesgo de recesión que conllevaría el «precipicio fiscal». Desde la Fed se realizó una enfática llamada a los congresistas y al presidente para cerrar un acuerdo sensato, bajo la advertencia de la insuficiente capacidad del banco central para hacer frente a un nuevo episodio de recesión económica.

El escenario en los países emergentes es distinto. En conjunto, estos países han logrado maniobrar con éxito el aterrizaje suave de sus economías en 2012 con el uso

La Fed vincula la subida de tipos a la evolución del desempleo y la inflación.

Los países emergentes gestionan con éxito la desaceleración de sus economías.

de medidas monetarias expansivas. Estos procesos han sorteado satisfactoriamente los riesgos derivados del sobrecalentamiento de la actividad productiva, de la apreciación de sus divisas y de la formación de burbujas de activos financieros. De cara al próximo ejercicio, varios gobernadores de bancos centrales han anticipado una pausa en el ritmo de expansión de sus políticas a la espera de que se consolide la mejora del pulso de sus economías en los próximos meses, aunque sin cerrar las puertas a posibles estímulos adicionales. Este sería el caso de China y Brasil.

Como era de esperar, la intensificación de la laxitud de las políticas monetarias ha presionado, aún más si cabe, los tipos de interés interbancarios norteamericanos y europeos. En estos últimos, los comentarios de Mario Draghi sobre una posible rebaja del tipo oficial han proporcionado un nuevo impulso bajista a los tipos de interés euríbor. Aunque el descenso ha sido de escasa magnitud, puesto que muchos operadores ya contemplaban esta

posibilidad, el tipo de interés a 12 meses ha marcado un nuevo mínimo histórico (0,54%). En cualquier caso, las probabilidades estimadas de que el BCE se decante por situar el tipo de interés de la facilidad de depósito en zona negativa son muy bajas, lo que proporciona un suelo soporte al euríbor desde los niveles ya alcanzados.

La reducción de los riesgos de cola favorece a la deuda periférica

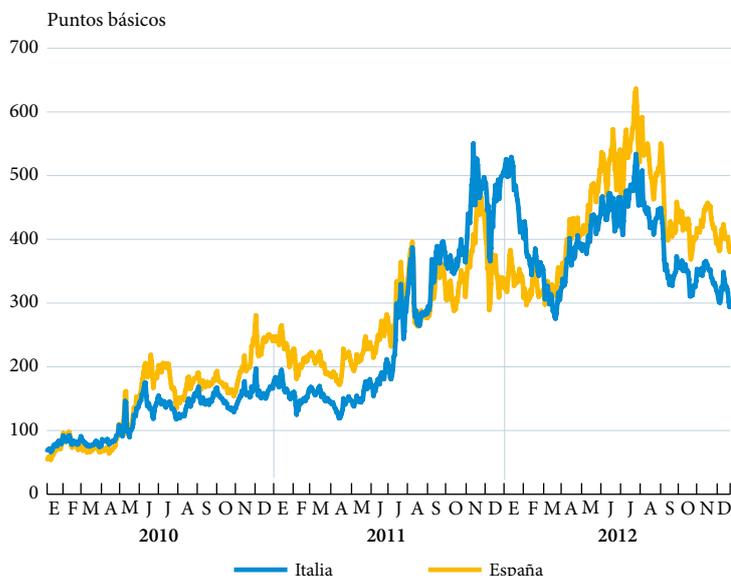
En la recta final del año, las tasas de rentabilidad de la deuda pública de los países con mayor solvencia (Alemania y Estados Unidos) han permanecido en la zona de mínimos históricos que ya alcanzó meses atrás. Esta continuidad es resultado de varios factores: en la eurozona, de la rebaja de las expectativas de crecimiento para 2013, de los bajos tipos de interés oficiales y la abundante liquidez proporcionada por el BCE, así como la desconfianza que todavía pesa sobre la deuda pública de los países periféricos; en Estados Unidos, de la

El euríbor desciende ante la posibilidad de que el BCE baje tipos.

La expansión monetaria estabiliza las rentabilidades de la deuda alemana y norteamericana.

LAS PRIMAS DE RIESGO DE LA PERIFERIA SE RELAJAN

Diferenciales de los bonos soberanos a 10 años de España e Italia con el *Bund* alemán



FUENTE: Bloomberg.

TIPOS DE INTERÉS A LARGO PLAZO EN LOS MERCADOS NACIONALES

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

	Alemania	Francia	España	Italia	Estados Unidos	Japón	Reino Unido	Suiza
2011								
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	1,39	2,05	5,32	4,50	1,62	0,72	1,78	0,45
Diciembre (*)	1,42	2,00	5,27	4,40	1,78	0,77	1,96	0,56

NOTA: (*) Día 20.

FUENTE: Bloomberg.

La calma en la crisis de la deuda soberana de la periferia es notable.

incertidumbre generada por la falta de acuerdo parlamentario para evitar el «precipicio fiscal» y de la presión que ejerce la intervención de la Fed en los mercados de bonos. En suma, estos elementos han ayudado a definir un marco tranquilo para aquellos inversores que dan prioridad a los activos de calidad frente a los de mayor rentabilidad y riesgo. El carácter refugio de estos activos se puede observar en la evolución descendente de las tasas de rentabilidad del *Bund* alemán y el *Treasury* americano a 10 años desde enero. No obstante, a medida que los riesgos políticos y los frenos económicos a ambos lados del Atlántico vayan desapareciendo satisfactoriamente a lo largo de los próximos meses, cabe esperar que se produzca una tímida recuperación de la pendiente de la curva de rentabilidades de la deuda de estos países.

Centrándonos en la eurozona, es un hecho que la percepción en los mercados del ries-

go de ruptura de la UEM ha descendido en el cuarto trimestre del año. Después del anuncio de las Operaciones Monetarias de Compraventa (OMC) por parte del BCE, otros factores han contribuido a la mejora del panorama. Destacan el flujo de noticias favorables sobre la creación de la unión bancaria europea y la recapitalización del sistema financiero español con fondos europeos, que han aportado una mayor dosis de calma a los mercados de capitales internacionales. En diciembre, el desembolso de un nuevo tramo de ayudas a Grecia y los acuerdos de la última reunión del Consejo Europeo han añadido nuevos estímulos positivos al sentimiento de los mercados. En cuanto a los desarrollos internos en los dos países clave sometidos a presión, España e Italia, también se han producido noticias de especial relevancia para el estrechamiento de sus primas de riesgo. En España, en el ámbito económico se aprecia un deterioro de los indicadores de actividad menor de lo espe-

Las elecciones en Italia y los datos presupuestarios de España serán focos de turbulencias pasajeras.

rado. En el terreno fiscal, la desviación del objetivo de déficit acordado apunta a que podría ser algo inferior después de los alentadores datos de ejecución presupuestaria del Estado y del anuncio de más medidas de contención del gasto público. Adicionalmente, el proceso de saneamiento de la banca española ha permitido la relativa recuperación de la confianza exterior, facilitando una cómoda colocación de deuda en las subastas del Tesoro. No obstante, el futuro inmediato de los mercados de deuda soberana del sur europeo sigue estando expuesto a un elevado grado de vulnerabilidades. Entre ellas destacan las elecciones presidenciales de Italia, los datos presupuestarios finales de España, y el consiguiente debate sobre la posible solicitud por parte del Gobierno de una línea de crédito preventiva al MEDE.

Las actuaciones de los bancos centrales se dejan sentir en los mercados de divisas

En 2012, la relación de intercambio entre el euro y el dólar ha estado protagonizada por distintos episodios de inestabilidad. Las oscilaciones se han producido siempre en el entorno de los 1,30 dólares por euro, en un rango relativamente estrecho en términos históricos, pero suficiente para que la variación entre el precio mínimo y el máximo haya sido de hasta el 10%. Tres han sido los principales determinantes de este cruce cambiario. Uno, las distintas medidas que han ido adoptándose en el marco de las estrategias monetarias ultralaxas, especialmente por la Fed y en menor medida por el BCE. Dos, los cambios en las expectativas de crecimiento en ambas regiones. Tres, la evolución de la crisis de la deuda soberana de la eurozona y los

El euro se revaloriza por una confluencia de factores.

TIPOS DE CAMBIO DE LAS PRINCIPALES MONEDAS

20-12-12

	Tipo de cambio	% variación (*)		
		Mensual	s/diciembre 2011	Anual
Frente al dólar de EE. UU.				
Yen japonés	84,0	2,7	8,4	7,2
Libra esterlina	0,615	2,1	4,5	3,7
Franco suizo	0,913	-3,0	-2,8	-2,1
Dólar canadiense	0,989	-0,8	-3,3	-4,2
Peso mexicano	12,784	-1,7	-9,0	-7,8
Frente al euro				
Dólar de EE. UU.	1,323	-3,2	-2,1	-1,2
Yen japonés	111,1	5,8	10,3	8,3
Franco suizo	1,208	0,2	-0,8	-0,9
Libra esterlina	0,814	1,1	-2,4	-2,7
Corona sueca	8,666	-0,1	-2,9	-3,6
Corona danesa	7,461	0,0	0,4	0,4
Zloty polaco	4,071	-1,1	-9,7	-9,4
Corona checa	25,21	-0,6	-1,5	-1,4
Forint húngaro	286,2	1,9	-10,0	-5,3

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

FUENTE: Bloomberg.

El yen se deprecia con las medidas expansivas del Banco de Japón.

consiguientes brotes de aversión al riesgo. En la parte final de año, el conjunto de estos factores se ha decantado en favor del euro, que ha progresado hasta cerca de 1,33 dólares. De cara al próximo año, la proyección de esos mismos determinantes no hace esperar que el tipo de cambio se aleje mucho del nivel actual, si bien la volatilidad podría aumentar dada la magnitud que están adquiriendo las medidas de política monetaria.

En una línea similar, el yen japonés atraviesa una de las etapas de mayor protagonismo en los últimos tiempos. El tipo de cambio de la divisa nipona ha proseguido la senda de depreciación frente al euro y al dólar, situándose en su valor mínimo de los últimos diez meses. Esta circunstancia es resultado del aumento de las expectativas de que el recién elegido primer ministro, Shinzo Abe, presionará al Banco de Japón para que adopte medidas monetarias contundentes para estimular la economía y las exportaciones al resto del mundo. A finales de diciembre, el banco central decidió ampliar su programa de compra de activos financieros con el fin de inyectar más liquidez a la economía, y en consecuencia abaratar el precio del yen. Igualmente, anunció que en enero estudiará elevar el objetivo oficial de inflación del 1% al 2%.

Culmina un gran año para la renta fija corporativa

En el año que finaliza, el volumen de negociación en los mercados financieros ha disminuido, con la notable excepción de una clase de activos: los bonos corporativos. En 2012, y principalmente desde el verano, la actividad en este mercado se ha visto favorecida por la concurrencia de varios factores. De una parte, el aumento de la laxitud monetaria en Estados Unidos y la eurozona. Además de calmar el sentimiento de los inversores, ha presionado

a la baja las *yields* de la deuda soberana, alentando el trasvase de flujos inversores hacia otros activos, como la deuda privada. El compromiso de las autoridades ha facilitado el estrechamiento de los diferenciales de los índices de renta fija, diluyendo el efecto de los malos datos económicos. También, las compañías han realizado grandes esfuerzos para sanear sus balances y el riesgo de quiebra empresarial se ha reducido considerablemente. De otra parte, los inversores, institucionales y minoristas, han encontrado en la renta fija corporativa una opción atractiva de rentabilidad y seguridad, con perspectivas de retorno positivas en el medio plazo. Lógicamente en este entorno de relativa bonanza, las empresas con necesidades de financiación han aprovechado las condiciones del mercado para realizar nuevas emisiones. Tal ha sido la afluencia, que en 2012 se han batido los récords de emisiones de deuda corporativa denominada en dólares, tanto de empresas con elevado grado de calidad crediticia (*investment grade*) como de elevado riesgo (*high yield*). Precisamente, las emisiones de este último sector han protagonizado el *boom* emisor, destacando las emisiones realizadas por empresas de países europeos en dólares, así como el aumento de la negociación de productos estructurados de crédito de alto riesgo, tales como los CLO (*collateralised-loan-obligations*). No obstante, aunque las perspectivas de cara a 2013 se mantienen positivas, han comenzado a aparecer alertas sobre la posible formación de una burbuja en este sector. El seguimiento de variables como el impacto de la política monetaria cuantitativa sobre las *yields* corporativas o el agotamiento de los márgenes de caída de la rentabilidad en el segmento de *investment grade*, son clave para identificar posibles excesos.

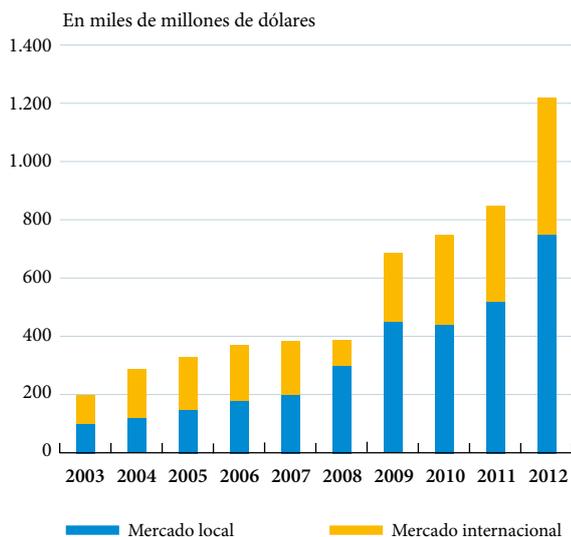
En el frente de los países emergentes, la sostenibilidad de las expectativas de crecimiento económico, el margen de actua-

En 2012 las emisiones de bonos corporativos han batido récords.

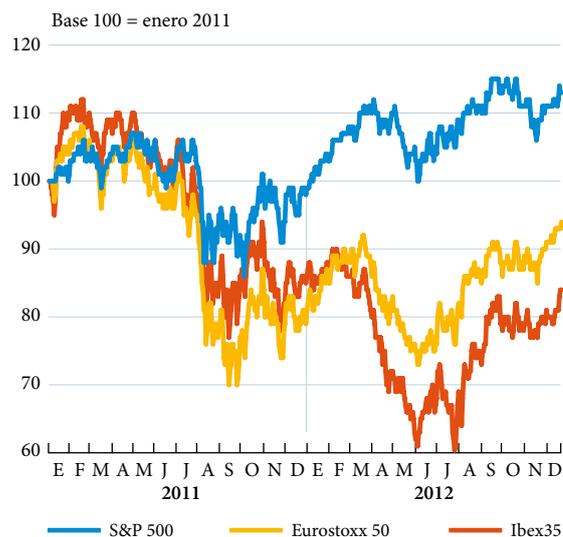
Algunos indicadores de mercado advierten de la posible formación de una burbuja en estos activos.

LOS ACTIVOS DE RIESGO SE HAN COMPORTADO FAVORABLEMENTE EN 2012

Mercados emergentes: emisión de bonos corporativos



Cotización de los principales índices bursátiles



FUENTE: Bloomberg.

ción que todavía tienen sus bancos centrales y la buena calificación crediticia de sus empresas, han generado el desplazamiento del flujo de capitales hacia esta clase de activos. Al igual que en las economías desarrolladas, el ritmo de las emisiones de deuda ha superado las expectativas, dominando en el mercado las colocaciones de bonos por parte de compañías chinas.

Broche de oro para un año bursátil turbulento

Los principales índices bursátiles han finalizado el año con ganancias. El alza de las cotizaciones ha sido resultado conjunto del anuncio de nuevas medidas de estímulo monetario en ambos lados del Atlántico y de la valoración positiva de las iniciativas adoptadas por los dirigentes europeos para apuntalar la estabilización financiera de la región. Igualmente, algunos datos de coyuntura económica norteamericanos y chinos han sorprendido favorablemente en el tramo final del ejercicio. La percep-

ción de riesgos menores se ha manifestado en la caída de la volatilidad implícita de los índices, situándose por debajo de la media de los últimos veinte años. Sin embargo, hay que señalar que las dudas en cuanto al resultado final de las negociaciones sobre el «precipicio fiscal» han entorpecido la buena marcha de las cotizaciones norteamericanas. Desde el punto de vista sectorial, los avances en la creación del mecanismo de supervisión bancaria europea y la recapitalización de las entidades españolas han dado un nuevo impulso a la cotización del sector bancario en la eurozona. Paralelamente, las empresas financieras estadounidenses también han recogido ganancias, apoyadas en la ampliación de los estímulos monetarios de la Fed. Por su parte, las bolsas de los países emergentes han continuado inmersas en la tendencia alcista iniciada en septiembre. La perspectiva de sostenibilidad de la reactivación económica en las principales economías emergentes y la continua afluencia de los flujos de capitales a estos mercados están dando soporte a los índices.

Las bolsas internacionales cierran el año con subidas.

La cotización del sector financiero se beneficia de los pasos hacia la unión bancaria europea.

Las ratios de valoración de los índices se encuentran en niveles bajos.

De cara a 2013, los activos de renta variable se perfilan como los grandes protagonistas, tomando el relevo de la renta fija corporativa. El consenso de los analistas está anticipando un escenario económico y financiero más benigno, basado en la recuperación de las tasas de crecimiento a nivel global y en la reducción de los riesgos de cola en la eurozona y Estados Unidos. En base a estas premisas, el foco bursátil debería volver a las variables propias del escenario corporativo: beneficios, dividendos, M&A, etc. En cuanto a los índices, la valoración actual del S&P 500 y el Eurostoxx 50 se encuentra en niveles atractivos en términos de la ratio de precios sobre ganancias. De hecho, estas circunstancias están propiciando que en las últimas semanas del año se haya observado un repunte de las recompras de acciones por parte de las propias compañías.

Con respecto a la bolsa española, el Ibex 35 ha realizado un *sprint* final en las últimas sesiones hasta acercarse a los niveles en los que comenzó el año. Las perspectivas para 2013 recogen cierta mejoría en las condiciones del entorno económico del país. La probable petición del Gobierno de la línea de crédito preventiva al MEDE y la posible actuación del BCE en los mercados de obligaciones españoles constituyen, *per se*, un respaldo a la confianza de los inversores, anteponiéndose a la debilidad económica española. De igual manera, la recapitalización del sector bancario español y la planificación de la puesta en marcha del mecanismo de supervisión europeo deberían actuar como aliciente para la recuperación de las cotizaciones bursátiles de este sector.

ÍNDICES DE LAS PRINCIPALES BOLSAS MUNDIALES

20-12-2012

	Índice (*)	% variación mensual	% variación acumulada	% variación anual
Nueva York				
<i>Dow Jones</i>	13.252,0	3,6	8,5	9,5
<i>Standard & Poor's</i>	1.435,8	3,5	14,2	15,7
<i>Nasdaq</i>	3.044,4	4,4	16,9	16,9
Tokio	10.039,3	9,8	18,7	20,4
Londres	5.962,5	3,7	7,0	10,0
Zona del euro	2.652,6	5,7	14,5	17,2
<i>Fráncfort</i>	7.661,8	6,8	29,9	31,0
<i>París</i>	3.661,5	5,8	15,9	19,8
<i>Ámsterdam</i>	345,5	6,0	10,6	14,5
<i>Milán</i>	16.296,8	6,7	8,0	8,9
<i>Madrid</i>	8.235,9	5,9	-3,9	-2,6
Zúrich	6.918,9	4,5	16,6	19,2
Hong Kong	22.659,8	6,7	22,9	25,3
Buenos Aires	2.844,0	23,9	15,5	16,4
São Paulo	60.998,3	8,1	7,5	7,3

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

FUENTE: Bloomberg.

Dinámicas de desendeudamiento privado en el centro y la periferia de la eurozona

La zona del euro atraviesa momentos difíciles. Los últimos avances institucionales a nivel europeo están permitiendo una moderación de las tensiones financieras. Pero ello es solo el primer paso hacia la recuperación económica. La actividad difícilmente podrá recuperar la velocidad de crucero si no cuenta con el apoyo del sector financiero y, de momento, no parece que sea así.

El proceso de desapalancamiento del sector privado en el que se encuentra inmersa la eurozona, sin duda, no ayuda. Sorprende que, además, este sea generalizado en todos los países, cuando sus niveles de endeudamiento son muy dispares. En Alemania, por ejemplo, la deuda como porcentaje de su PIB se encuentra 128 puntos porcentuales por debajo de la de Portugal, y, sin embargo, entre 2010 y 2012, Alemania ha reducido más su deuda que Portugal. Parece razonable pensar que solo aquellos países con niveles de sobreendeudamiento deberían encauzar el camino de la moderación mientras que, por otro lado, sería altamente beneficioso que los países con una capacidad crediticia infrautilizada, como mínimo, no se desapalancaran.

Para evaluar hasta qué punto existe margen para la implementación de políticas de estímulo crediticio en unos países, y necesidad de contención del crédito en otros, es imprescindible que primero se determine el nivel de endeudamiento potencial de cada país. Para hacerlo, descomponemos la ratio de endeudamiento en tres componentes con el fin de separar el componente tendencial de la ratio de otros componentes que también afectan el nivel de endeudamiento.⁽¹⁾

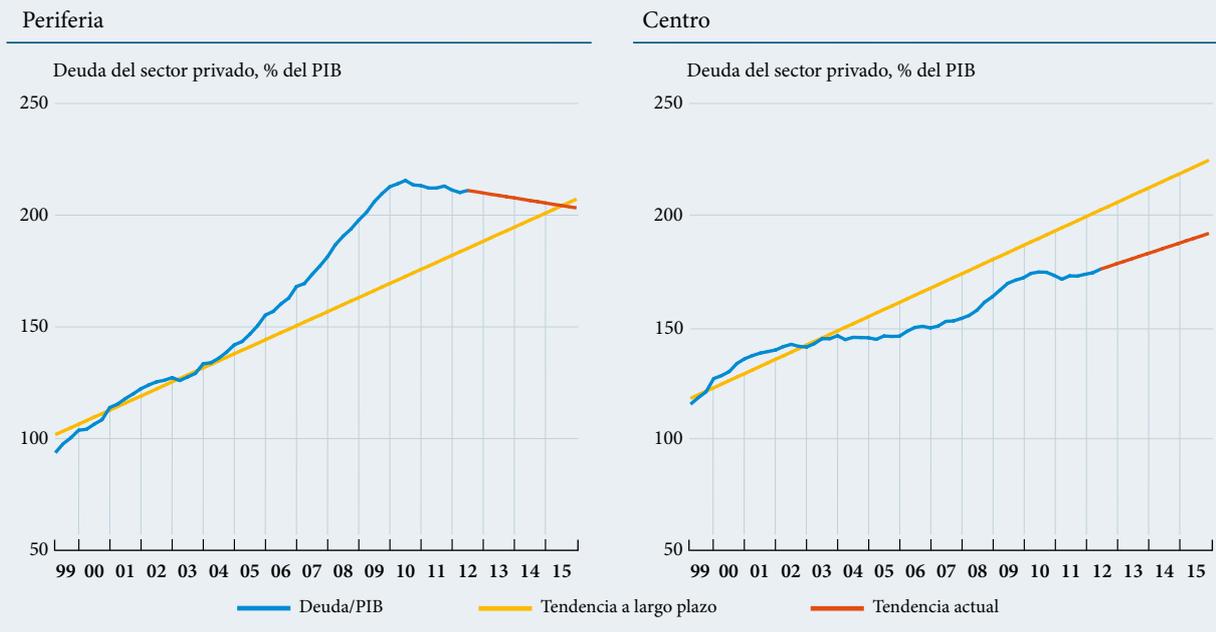
El primer componente es el factor país, que captura las diferencias de endeudamiento debido a factores estructurales propios de cada economía, como son, por ejemplo, los hábitos de ahorro y consumo o la importancia de la autofinanciación de las empresas. El segundo factor mide la influencia de los tipos de interés sobre el endeudamiento y, en particular, cómo la moderación del coste de financiación incrementa la capacidad de endeudamiento. Por último, y más importante para nuestro propósito, es el componente tendencial del endeudamiento. Este componente, una vez descontado el efecto país y de tipo de interés, captura la tendencia a largo plazo de la capacidad de endeudamiento. Generalmente esta tendencia es positiva, reflejando que el nivel de deuda sostenible se incrementa con el tiempo debido a factores como el progreso tecnológico, que permite una mejor gestión del riesgo, o factores macroeconómicos, como una mayor estabilidad de precios.

El gráfico siguiente muestra la deuda de empresas y familias del centro y la periferia de la eurozona⁽²⁾ en relación con el componente tendencial. En él se observa que a pesar de que el nivel de endeudamiento privado era superior en los países del centro en el año 1999, la evolución ha sido muy dispar a partir de 2005. Mientras que el endeudamiento de los países del centro se incrementaba por debajo de su potencial, en la periferia se produjo un importante crecimiento de la deuda, muy por encima del nivel sostenible a largo plazo, reflejando la abundancia de liquidez en los años previos a la crisis, que propiciaron un *boom* crediticio y la aparición de burbujas inmobiliarias. El endeudamiento de la periferia siguió incrementándose incluso después de la crisis financiera global de 2008. En el segundo trimestre de 2010 la ratio para este grupo de países alcanzó su valor máximo, del 216% del PIB, 43 puntos porcentuales por encima de su nivel sostenible.

(1) Concretamente, aplicamos la metodología descrita en Oriol Aspachs-Bracons, Sandra Jódar-Rosell y Jordi Gual «*Perspectivas de desapalancamiento en España*», Documento de economía de "la Caixa" n.º 23, diciembre 2011.

(2) Por disponibilidad de datos, se analizan 9 de los 17 países de la zona del euro. El centro está integrado por Finlandia, Francia, Alemania y Bélgica, y la periferia por Grecia, Irlanda, Italia, Portugal y España. El criterio para asignar los países en un grupo u otro se basa en su posición de superávit o déficit, respectivamente, en la balanza por cuenta corriente.

A PESAR DE LA CORRECCIÓN REALIZADA EN LA PERIFERIA, AÚN QUEDA CAMINO POR RECORRER



NOTA: **Centro:** Finlandia, Francia, Alemania y Bélgica. **Periferia:** Grecia, Irlanda, Italia, Portugal y España.
 FUENTES: Banco Central Europeo y elaboración propia.

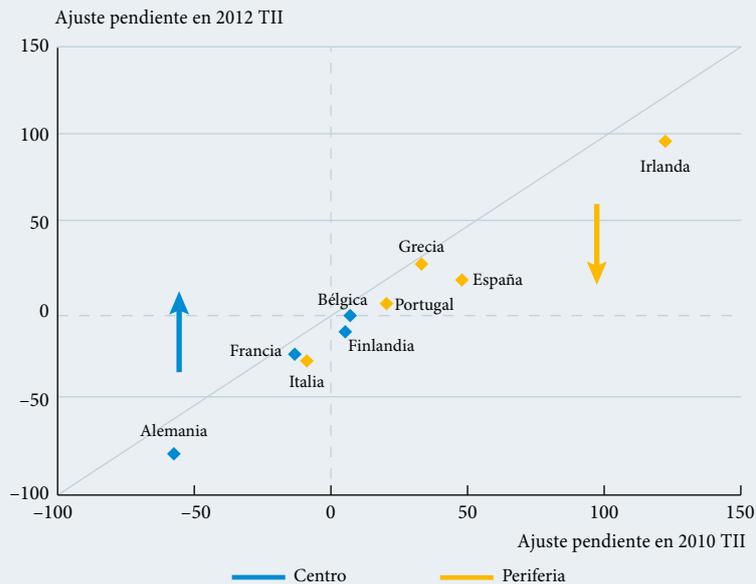
A partir de ahí, la crisis de deuda soberana de la zona del euro hizo imprescindible un proceso de ajuste de los balances de empresas y hogares, con lo que se inició un lento y profundo proceso de desendeudamiento del sector privado. Según los últimos datos disponibles, referidos al segundo trimestre de 2012, la ratio promedio de los países periféricos se sitúa en el 211% del PIB, 26 puntos porcentuales por encima de su tendencia a largo plazo. A pesar de que se ha producido cierto ajuste, este es aún insuficiente. Ello pone de manifiesto la dificultad de reducir la ratio de deuda sobre el PIB en un contexto de recesión económica y baja inflación dado que la ratio de endeudamiento se ajusta estrictamente por vía del numerador, es decir, reduciendo el crédito al sector privado.

A pesar de este ajuste de la periferia, existen grandes diferencias entre países, tal y como se pone de manifiesto en el gráfico siguiente. Por un lado, observamos países como España, y sobretodo Irlanda, que tenían mucho ajuste que realizar en 2010 y que han avanzado significativamente en la reducción de deuda. Es decir, los países que más se desviaron de su senda de largo plazo son los que más han corregido durante los 2 últimos años, pero aún les queda mucho ajuste pendiente. Por su lado, Portugal tenía poco ajuste a realizar, pues no había sufrido una acumulación excesiva de deuda privada durante el *boom*, y, además, en los últimos 2 años ha progresado en el camino correcto, por lo que el ajuste pendiente es ya muy reducido. En el otro extremo del espectro, encontramos Grecia, que debido al agudizamiento de la recesión, no ha podido realizar ajuste alguno. Por último, Italia completa el grupo de los periféricos, pero en este aspecto se encuentra en una situación similar a los países del centro.

Si asumimos que la velocidad de ajuste experimentada entre 2010 y 2012 se mantiene, los países periféricos en su conjunto podrían alcanzar niveles de deuda sostenible dentro de dos años. Con todo, la velocidad de ajuste vendrá determinada en gran parte por la capacidad de estos países de volver a generar crecimiento económico. En este sentido, la manera menos traumática de completar el proceso de desapalancamiento es mediante una recupera-

UN MAYOR ENDEUDAMIENTO DEL CENTRO PODRÍA AYUDAR AL DESAPALANCAMIENTO DE LA PERIFERIA

Ajuste pendiente en 2010 TII y 2012 TII (*)



NOTA: (*) Ajuste pendiente es la diferencia entre la ratio de deuda y la tendencia a largo plazo, en porcentaje del PIB.
FUENTES: Banco Central Europeo y elaboración propia.

ción económica sostenida, es decir, a través de un incremento del denominador. Así, la reducción de la ratio de endeudamiento puede ir emparejada con un retorno del flujo de crédito a la economía real.

Por su lado, los países del centro de la zona del euro muestran un endeudamiento muy por debajo de su potencial. Además, en los dos últimos años, también se han desapalancando, ampliando así la brecha entre su nivel de deuda y su capacidad de endeudamiento. Así, en el segundo trimestre de 2012, el endeudamiento promedio de los países del centro se sitúa en el 176% del PIB, 35 puntos porcentuales por debajo del promedio de la periferia. Destaca el poco endeudamiento de Alemania, que además lo redujo del 125% al 120% entre 2010 y 2012.

Ciertamente, la eurozona atraviesa momentos difíciles. Pero las dificultades no son las mismas en todos los países. Es cierto que algunos deben realizar un esfuerzo de reducción de la deuda justo cuando más necesitarían el estímulo crediticio para potenciar el crecimiento económico. Pero también es cierto que otros países disponen aún de un amplio margen de capacidad crediticia que, sin caer en el exceso, deberían explotar. Su utilización beneficiaría tanto a estos países como al conjunto de la eurozona. Medidas en este sentido son necesarias y urgentes para reactivar la economía europea y hacer más liviano el proceso de ajuste de la periferia.

*Este recuadro ha sido elaborado por Judit Montoriol-Garriga
Departamento de Economía Europea, Área de Estudios y Análisis Económico, "la Caixa"*

COYUNTURA ESPAÑOLA

Actividad económica

Aunque la tormenta ha amainado, España sigue navegando en aguas turbulentas

El ritmo de deterioro de la actividad se mantiene en el tramo final del año.

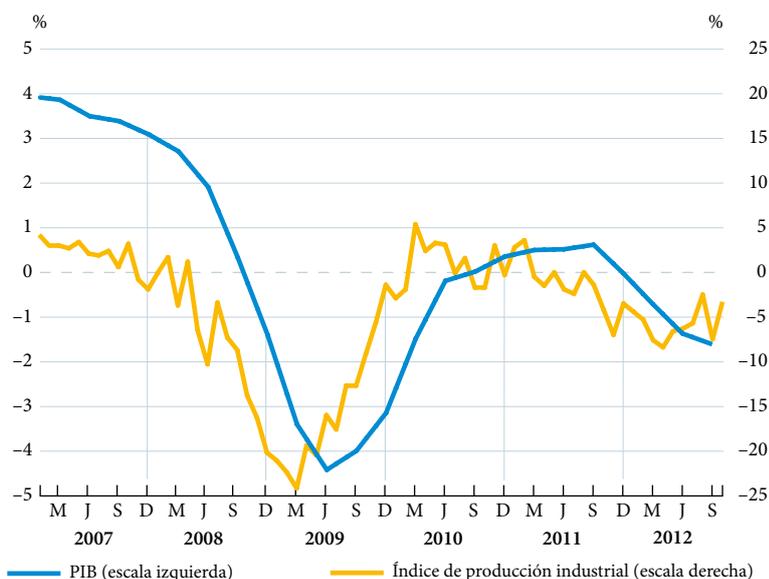
La economía española sigue en recesión, sin embargo, el ritmo de deterioro de la actividad podría haberse estabilizado. En el tercer trimestre de 2012, la variación intertrimestral del producto interior bruto (PIB) fue del -0,3%, una caída menor de lo que se esperaba debido, sobre todo, al adelanto de compras por el efecto IVA y por una evolución muy favorable de las exportaciones. El primer factor, por su carácter temporal, no ayudará en el cuarto trimestre y las exportaciones difícilmente podrán mantener el ritmo de crecimiento exhibido en el tercer trimestre.

Así, los indicadores adelantados del cuarto trimestre correspondientes a los meses de octubre y noviembre muestran que la actividad sigue en declive en el cuarto trimestre, pero, de momento, no hay señales de que la recesión se esté agravando de forma sustancial. La tasa de variación interanual del índice de producción industrial corregido por efectos de calendario de octubre, por ejemplo, mejoró más de cuatro puntos porcentuales respecto a septiembre y se situó en el -3,3%. Esta menor caída podría explicarse por el impulso de las exportaciones, que son, por ahora, la única vía de crecimiento del sector industrial.

El índice de gestores de compras PMI de manufacturas también repuntó en no-

LA ACTIVIDAD SE MANTIENE ESTANCADA

Producto interior bruto e índice de producción industrial, variación interanual



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

viembre hasta los 45,4 puntos, el valor más alto en los últimos 15 meses. Sin embargo, este índice lleva 19 meses por debajo de los 50 puntos, cifra que acostumbra a delimitar la zona de contracción, lo que sugiere que las condiciones empresariales imperantes en el sector manufacturero español se siguen deteriorando, aunque a un ritmo más débil. Asimismo, el índice PMI del sector servicios, después de anotar un nivel mínimo en septiembre de 40,2 puntos, subió ligeramente en octubre y noviembre, hasta alcanzar los 42,4 puntos. No obstante, el promedio del cuarto trimestre es inferior al del tercero, por lo que las perspectivas de este sector a corto plazo siguen siendo poco alentadoras.

Por el lado de la demanda, el deterioro en el cuarto trimestre ha sido también acusado. La confianza del consumidor anotó nuevos descensos tanto en octubre como en noviembre, y se situó por debajo del promedio registrado en el tercer trimestre. Las matriculaciones, tanto de automóviles como de vehículos industriales, siguieron contrayéndose, registrando una variación interanual del -20,3% y el -24,9% en noviembre, respectivamente.

Aunque esperamos que la recesión haya ganado intensidad en el tramo final del año, los indicadores del cuarto trimestre sugieren que la contracción está siendo más moderada de lo que estaba contem-

La demanda interna seguirá muy deprimida.

INDICADORES DE OFERTA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2010	2011	2011		2012			
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre
Industria								
Consumo de electricidad (1)	2,7	-1,3	-4,1	-1,8	-1,3	-1,9	-1,0	-2,8
Índice de producción industrial (2)	0,8	-1,4	-5,0	-5,8	-7,1	-5,5	-3,3	...
Indicador de confianza en la industria (3)	-13,8	-12,5	-16,5	-14,8	-17,1	-20,0	-20,5	-17,2
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	-4,6	...	...
Construcción								
Consumo de cemento	-15,4	-16,5	-25,2	-31,3	-37,8	-34,6	-24,7	-33,7
Indicador de confianza en la construcción (3)	-29,7	-55,4	-53,6	-50,4	-52,2	-55,5	-56,6	-67,0
Viviendas (visados obra nueva)	-17,3	-14,6	-26,1	-35,2	-46,4	-49,4	-45,9	...
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	-9,3	...
Turistas extranjeros	1,0	6,8	6,8	2,6	3,1	4,8	-3,2	...
Ingresos turismo	3,9	8,6	5,7	0,5	-0,1	2,4	...	...
Mercancías ferrocarril (t-km)	6,4	2,0	-9,8	-12,6	-7,6	-8,3	13,6	-2,4
Tráfico aéreo pasajeros	2,9	6,0	1,5	-5,4	-4,0	-3,0	-7,1	-9,9
Consumo de gasóleo automoción	-1,2	-3,7	-5,6	-4,3	-5,8	-7,8	-3,4	...

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

(2) Filtrado de diferencias del calendario laboral.

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

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

(5) En volumen.

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

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

INDICADORES DE DEMANDA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2010	2011	2011			2012		
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre
Consumo								
Producción de bienes de consumo (*)	0,8	-1,0	-2,2	-3,7	-4,5	-4,8	-2,9	...
Importación de bienes de consumo (**)	-9,5	-2,2	0,4	-6,1	-11,3	-12,3	...	...
Matriculaciones de automóviles	3,1	-17,7	-5,5	-1,9	-13,7	-17,8	-21,7	-20,3
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	-37,7
Inversión								
Producción de bienes de equipo (*)	-3,3	0,8	-4,8	-10,3	-13,9	-10,8	-6,4	...
Importación de bienes de equipo (**)	6,5	-3,1	-7,2	-11,5	-11,9	-15,8	...	...
Matriculación de vehículos industriales	7,0	-6,6	-15,1	-19,1	-26,6	-27,9	-18,0	-24,9
Comercio exterior (**)								
Importaciones no energéticas	10,3	1,0	-3,1	-8,7	-8,5	-7,6	...	...
Exportaciones	15,6	10,1	5,4	-0,3	2,7	2,5	...	...

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

(**) En volumen.

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

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

El crecimiento del PIB previsto para 2012 y 2013 se revisa ligeramente al alza.

plado en nuestras previsiones. Dado que el tercer trimestre también fue mejor de lo esperado, hemos corregido ligeramente nuestro escenario macroeconómico al alza tanto para 2012 como para 2013. La previsión de crecimiento del PIB se sitúa ahora en el -1,3%, lo que supone una mejora de una y dos décimas, respectivamente.

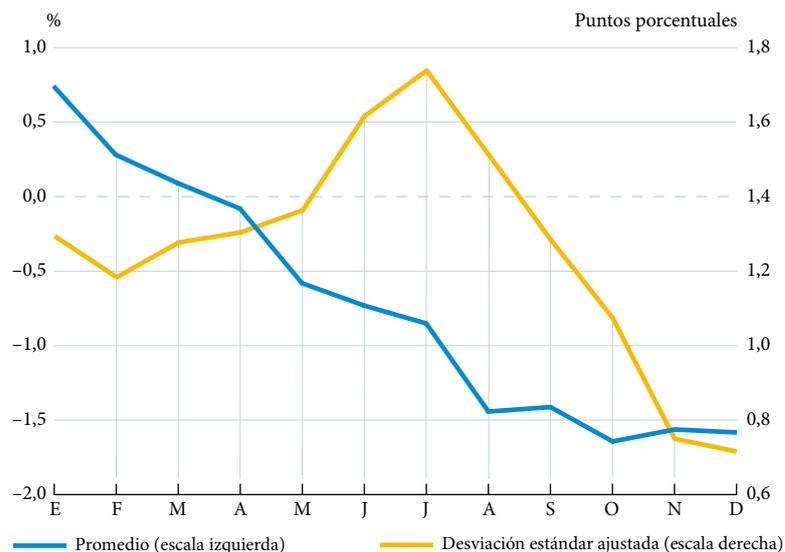
Aunque la caída sea la misma en ambos años, la evolución intertrimestral en 2013 irá de menos a más. Esto es, se espera que el PIB siga deprimido en el primer semestre pero paulatinamente vuelva a tasas de crecimiento intertrimestral positivas en la segunda mitad del año. Los principales factores que impulsarán la recuperación serán el dinamismo del sector exportador, gracias a las ganancias de competitividad, y una paulatina recuperación de la demanda interna.

Este escenario de previsiones es similar al de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE). Según esta institución, el foco de riesgo para el crecimiento de los países que integran la OCDE se concentra en la zona del euro y sus principales economías. Así, para el conjunto de la eurozona se prevé una contracción en 2012 y 2013 del 0,1% y 0,4%, respectivamente, y una lánguida recuperación del 1,3% en 2014. Asimismo, se prevé que la economía española retroceda un 1,3% en 2012 y un 1,4% en 2013 antes de avanzar un débil 0,5% en 2014.

Las previsiones de la OCDE para España no se alejan mucho de las del consenso de analistas, que en la encuesta de diciembre contemplaba caídas del PIB del 1,4% para 2012 y del -1,6% para 2013. Cabe señalar que a lo largo del año 2012 las previsiones de crecimiento para 2013 del conjunto de

LA INCERTIDUMBRE SE MODERA EN EL SEGUNDO SEMESTRE DE 2012

Promedio y desviación estándar de las previsiones de crecimiento del PIB en 2013 a lo largo de 2012



NOTA: La desviación estándar de las previsiones de crecimiento se normaliza dividiendo por el valor promedio mensual, calculado con los datos de los últimos 4 años.

FUENTES: Consensus Forecasts y elaboración propia.

analistas fueron empeorando. Así, en el gráfico anterior se observa que mientras que en enero se preveía un crecimiento del 0,7%, a medida que el año transcurría las previsiones fueron sucesivamente revisadas a la baja, hasta estabilizarse en el -1,6% en el mes de octubre. Ello refleja en gran parte la incertidumbre sobre la resolución de la crisis de la deuda soberana de la zona del euro, que incidió negativamente sobre el clima empresarial, la disponibilidad de crédito para el sector público y el privado, y la confianza del consumidor.

Una forma de calibrar el nivel de incertidumbre es a través de la dispersión de las previsiones de crecimiento de los analistas. A mayor dispersión, naturalmente, más incertidumbre. En el gráfico anterior se observa el repunte que se produjo durante el primer semestre del pasado año y cómo, posteriormente, las medidas tomadas tanto a nivel nacional como europeo han conseguido dar la vuelta a esta situación. Ello permite pensar que las previsiones de crecimiento podrían ir mejorando en los próximos meses.

Las medidas tomadas durante el segundo semestre reducen la incertidumbre.

Mercado de trabajo

El ritmo de caída del total de afiliados se acelera en noviembre hasta el 4,2% interanual...

La moderación de los costes laborales permite recuperar competitividad

Los indicadores avanzados de actividad, aunque se mantienen en zona de declive, sugieren que la recesión no se está acelerando en el cuarto trimestre del año. Sin embargo, este cambio de tendencia en el tono contractivo de la actividad no se observa aún en el mercado laboral.

En efecto, los registros del mercado laboral han continuado exhibiendo un importante deterioro. El número de afiliados en

alta a la Seguridad Social descendió en 205.679 personas en noviembre de forma que la tasa de variación interanual del empleo empeoró seis décimas, hasta el 4,2% interanual. A la espera del dato de diciembre, las previsiones son que el año cerrará con al menos 700.000 afiliados menos. De este modo, el volumen total de afiliados se situará cerca de 16,5 millones, un nivel similar al de 2003.

No obstante, los resultados de noviembre deben ser evaluados con cautela ya que incorporan el efecto puntual de la extinción

INDICADORES DE EMPLEO

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2010	2011	2011			2012		
			IV	I	II	III	Octubre	Noviembre
Afiliados a la Seguridad Social (1)								
Sector de actividad								
<i>Industria</i>	-4,8	-2,7	-3,3	-4,2	-5,2	-5,9	-6,0	-6,0
<i>Construcción</i>	-13,4	-12,2	-14,9	-16,4	-17,3	-17,7	-17,4	-17,0
<i>Servicios</i>	0,0	0,2	-0,3	-0,9	-1,6	-1,8	-1,9	-2,6
Situación profesional								
<i>Asalariados</i>	-1,8	-1,4	-2,1	-2,9	-3,7	-3,9	-4,0	-4,7
<i>No asalariados</i>	-2,8	-1,2	-1,0	-1,3	-1,3	-1,4	-1,6	-1,6
Total	-2,0	-1,3	-1,9	-2,6	-3,2	-3,5	-3,6	-4,2
Población ocupada (2)	-2,8	-1,1	-1,0	-4,0	-4,8	-4,6	-	...
Puestos de trabajo (3)	-2,5	-1,7	-2,9	-3,7	-4,7	-4,6	-	...
Contratos registrados (4)								
Indefinidos	-6,4	-9,6	-22,8	-19,3	-5,7	-3,8	34,3	19,4
Temporales	3,8	1,0	-1,2	-6,7	-4,8	-5,1	8,3	-7,3
Total	2,8	0,1	-3,0	-7,8	-4,8	-5,0	10,2	-5,4

NOTAS: (1) Datos medios mensuales.

(2) Estimación de la encuesta de población activa.

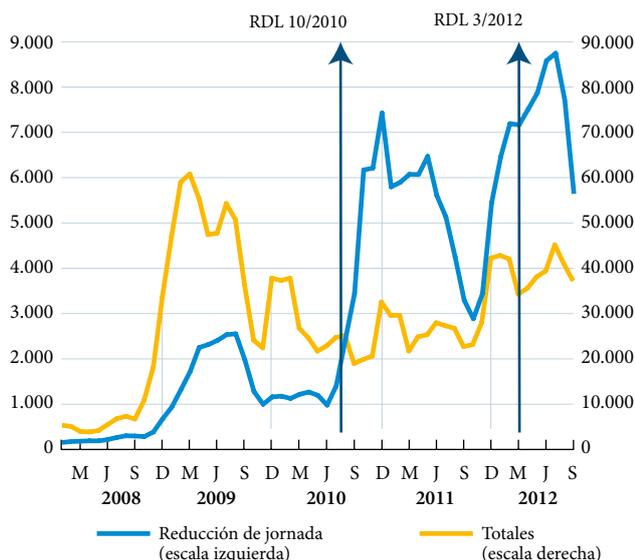
(3) Equivalentes a tiempo completo. Estimación de la contabilidad nacional; datos corregidos de estacionalidad y calendario.

(4) En el Servicio Público de Empleo Estatal.

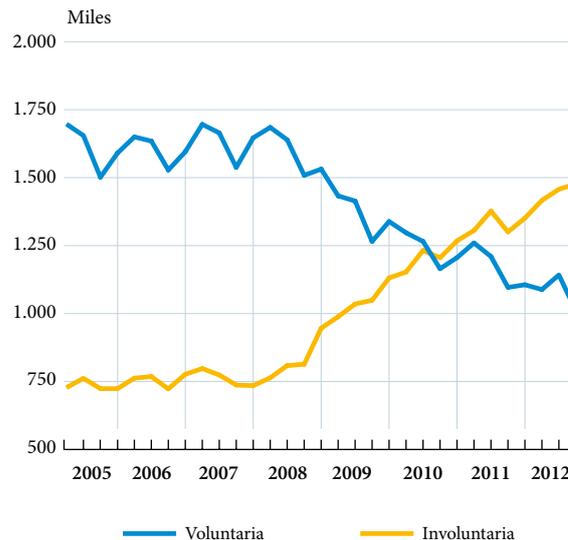
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Empleo y Seguridad Social, Servicio Público de Empleo Estatal y elaboración propia.

EL AUMENTO DE LOS EXPEDIENTES DE REDUCCIÓN DE JORNADA SE MANIFIESTA EN UNA SUBIDA DE LA OCUPACIÓN A TIEMPO PARCIAL INVOLUNTARIA

Expedientes de regulación de empleo (*)



Evolución de la ocupación a tiempo parcial



NOTA: (*) Medias móviles de tres meses.

FUENTES: Ministerio de Ocupación y Seguridad Social, Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

de convenios especiales de la Seguridad Social para cuidadores no profesionales de personas en situación de dependencia. El cambio normativo introducido en el Real Decreto 20/2012 de 13 de julio originó que cerca de la mitad del retroceso en el total de afiliados fueran este grupo de personas que dejaron de contabilizarse como ocupados. Una vez corregido este efecto estadístico, la caída del empleo se mantuvo más en línea con lo observado en los meses precedentes.

Con todo, la pérdida de empleo acumulado en octubre y noviembre, excluidos los cuidadores no profesionales, de 193.522 personas, fue muy elevada y semejante a la registrada durante el mismo periodo de 2011. Únicamente en 2008 se obtuvo un dato peor, con un descenso de 299.000 personas durante estos dos meses. Estas cifras contrastan con los años anteriores a la crisis ya que, entre el 2001, cuando empezó a compilarse esta serie, y el 2007, se crearon en promedio casi 100.000 puestos de trabajo en este mismo periodo.

El cambio de regulación mencionado afectó exclusivamente el sector de servicios, que concentró la mayor parte de la caída de la ocupación. En efecto, la afiliación en este grupo se redujo en cerca de 169.000 de personas, pero 85.233 fueron bajas de cuidadores no profesionales. Por su parte, la industria y la construcción perdieron conjuntamente unos 25.200 puestos de trabajo. Los datos corregidos de estacionalidad y calendario mostraron que estos sectores destruyeron empleo en magnitudes similares a las observadas en meses precedentes.

El paro registrado aumentó en 74.296 personas en noviembre hasta totalizar 4.907.817. De este modo, la tasa de variación interanual aumentó dos décimas hasta el 11,0%. No obstante, esta subida hubiera sido menos de la mitad, de 36.310 personas, de no haber tenido lugar el efecto puntual de los cuidadores no profesionales.

...en gran parte como consecuencia de la extinción del convenio especial de cuidadores no profesionales.

La tasa de incremento del paro registrado se sitúa en el 11,0%.

Aumenta la ocupación a tiempo parcial de forma involuntaria.

Para mejorar la situación del mercado laboral y dinamizar la creación de ocupación en el medio plazo, en los últimos dos años se han llevado a cabo algunos cambios normativos que buscan, por ejemplo, aumentar la flexibilidad interna de las empresas. Esta voluntad reformadora ha sido alabada recientemente por organismos internacionales como la OCDE y la Comisión Europea.

No obstante, la valoración de si el nuevo marco laboral está funcionando no es fácil porque todavía es pronto y no se dispone de series de datos suficientemente largas. Tampoco se conoce cómo habrían evolucionado algunas variables de no haberse implementado tales reformas.

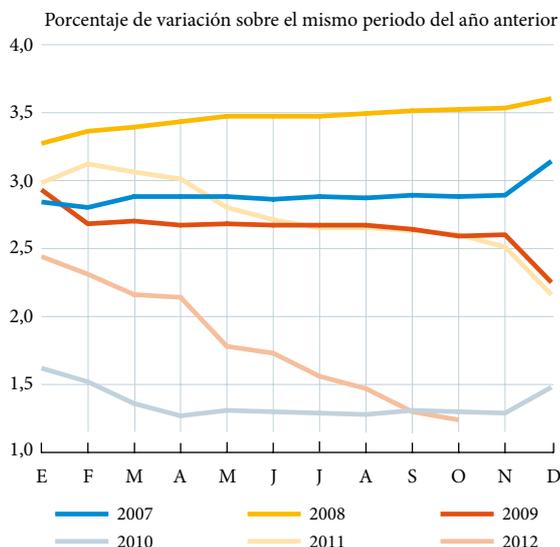
Con todo, observando la trayectoria de algunos indicadores del mercado laboral en los últimos meses se pueden inferir algunos de sus efectos. Por ejemplo, tras el Real Decreto-ley 10/2010 del mes de junio de 2010 se produjo un ascenso en el número

de expedientes de regulación de empleo por reducción de jornada (véase gráfico anterior). Esta nueva legislación permitió a las empresas adaptar mejor su jornada por motivos económicos, técnicos u organizativos. Posteriormente, en el Real Decreto-ley 3/2012 y el 1483/2012 se clarificaron las condiciones económicas bajo las cuales las empresas podían utilizar la mayor flexibilidad interna. Asimismo, se permitió el uso de horas extras en los contratos a tiempo parcial. Todas estas medidas probablemente hayan facilitado que las empresas utilizaran la disminución de la jornada laboral como medida de ajuste en lugar del despido. Ello podría explicar el hecho de que el número de personas que trabajan a jornada parcial de forma involuntaria haya aumentado significativamente en los últimos trimestres, tal y como muestran los datos de la encuesta de población activa.

Otra consecuencia importante de los cambios normativos de este último año ha sido

EL AUMENTO MODERADO DE LOS SALARIOS PACTADOS EN CONVENIOS APUNTAN A UNA CONTINUIDAD EN LA CONTENCIÓN DE LOS COSTES LABORALES

Incremento salarial pactado en convenios (*)



Coste laboral total por trabajador



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

FUENTES: Ministerio de Economía y Competitividad, Encuesta trimestral de coste laboral (INE) y elaboración propia.

INDICADORES DE SALARIOS

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

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

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

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

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

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Empleo y Seguridad Social, Ministerio de Agricultura, Pesca y Alimentación, Ministerio de Fomento y elaboración propia.

un aumento más moderado de los incrementos salariales pactados en convenios (véase gráfico anterior). Justamente, uno de los objetivos de la reforma fue articular mecanismos que permitieran a las empresas ajustar su actividad vía precios en lugar de despidos. Asimismo, se limitó la ultraactividad (prórroga automática de los convenios en caso de falta de acuerdo entre trabajadores y empresarios) hasta un máximo de dos años.

El uso de esta mayor flexibilidad puede estar jugando un papel importante en la contención de los costes laborales de las empresas. Así pues, según la encuesta trimestral de coste laboral, los costes laborales de las empresas se moderaron por segundo trimestre consecutivo. Concretamente, en el tercer trimestre del año, de-

crecieron un 0,1% respecto al mismo trimestre del año anterior tras la caída del 0,3% del segundo trimestre. Ello contrasta con los avances de alrededor del 1% del año 2011. El descenso de los costes laborales fue resultado de la caída del componente no salarial, del 0,9%, ya que los costes salariales aumentaron un 0,3%. La contención de los costes laborales y la mejora de la productividad están contribuyendo a recuperar la competitividad de la economía. En efecto, los costes laborales unitarios cayeron un 3% interanual en el tercer trimestre, mientras que crecieron un 2,5% y un 1,7% en Alemania y Francia, respectivamente. Sin embargo, también suponen una pérdida significativa de poder adquisitivo para los hogares y podrían así impactar negativamente sobre la capacidad de consumo.

El coste laboral por trabajador cae un 0,1% interanual en el tercer trimestre de 2012.

Precios

La inflación se reduce seis décimas en el mes de noviembre hasta el 2,9% interanual.

La disminución del precio de carburantes y lubricantes es esencial.

Sorprendente caída de la inflación en noviembre

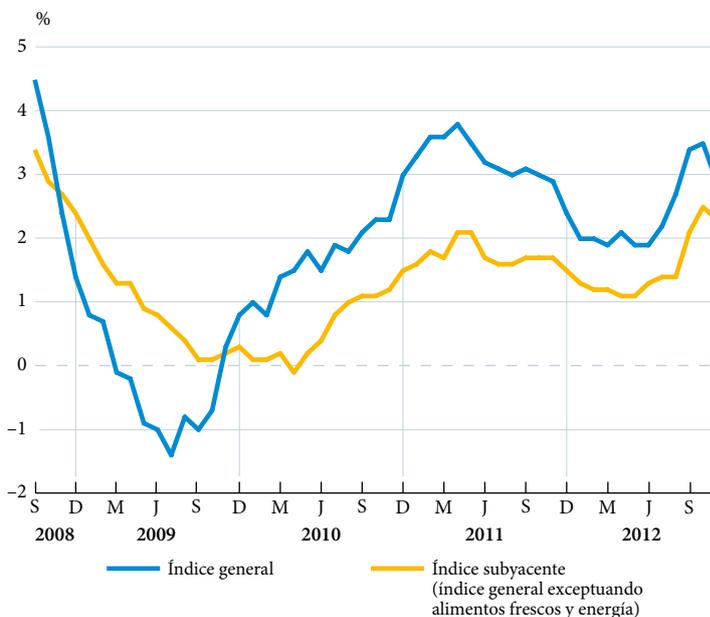
El dato de inflación de noviembre ha sorprendido a la práctica totalidad de analistas económicos. En efecto, el índice de precios de consumo (IPC) presentó una variación mensual negativa del 0,1%, permitiendo así una moderación de seis décimas en la tasa de variación anual, que bajó hasta el 2,9%. La inflación subyacente, excluidos los componentes más volátiles de alimentación y energía, también presentó una disminución, si bien menor, de dos décimas, con lo que la variación interanual descendió hasta el 2,3%. Esta divergencia entre ambos indicadores se debe, principalmen-

te, al fuerte descenso del precio de los carburantes y lubricantes en noviembre.

Así, dentro de los grupos con mayor repercusión mensual negativa en el índice general, destaca el transporte, que tiene un peso en el IPC del 15,2%, y cuya variación mensual del -2,8% se debe a la fuerte disminución de los precios de los carburantes y lubricantes y de los automóviles. Su repercusión mensual en el IPC fue de 4,5 décimas. En el caso de la caída de los precios de los coches esta es consecuencia del efecto del plan PIVE. El programa consiste en una subvención de 2.000 euros (el Estado aporta 1.000 euros y los fabricantes el resto) para la compra de un automóvil eléc-

LA CAÍDA DEL PRECIO DE LOS CARBURANTES INTERRUMPE LA TENDENCIA ALCISTA DE LA INFLACIÓN EN NOVIEMBRE

Variación interanual del IPC



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

trico o de máxima eficiencia energética, siempre y cuando su precio no supere los 25.000 euros. Desde su entrada en vigor y hasta principios de diciembre, había un total de 40.000 reservas de automóviles con este programa de ayudas, que se mantendrá hasta marzo de 2013 o el agotamiento de su dotación, de 75 millones de euros.

La explicación para la bajada del precio de carburantes y lubricantes es más complicada. Según los datos publicados por la

Comisión Europea en su Boletín de Petróleo, y que excluyen los impuestos, desde mediados de octubre hasta finales de noviembre se ha producido una reducción en la zona del euro del precio de la gasolina Euro 95 del 6,5%. En algunos países fue intensa como, por ejemplo, Portugal con un -8,3% o Francia con un -9,0%, pero en el caso de España fue mucho más aguda, concretamente, del 13,4%. De forma similar, la caída del precio del gasóleo o diésel también se agudizó en España con un

La caída del precio de la gasolina y el gasóleo en España es muy intensa.

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO POR GRUPOS DE COMPONENTES

Noviembre 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	103,7	0,2	0,5	1,8	2,5	2,2	2,9
Bebidas alcohólicas y tabaco	107,4	0,2	-0,2	4,2	5,2	10,5	5,2
Vestido y calzado	111,0	5,0	5,1	1,7	1,9	0,5	0,5
Vivienda	107,0	0,2	-0,1	5,7	5,7	6,0	5,8
Menaje	102,1	0,4	0,3	1,0	1,1	1,2	1,2
Medicina	110,9	-2,6	0,0	-2,9	13,4	-2,9	13,5
Transporte	104,1	0,4	-2,8	5,1	3,3	7,1	3,1
Comunicaciones	96,4	0,0	-1,1	-1,5	-2,7	-1,6	-2,7
Ocio y cultura	100,3	-0,5	-1,3	-0,9	-1,0	0,4	1,2
Enseñanza	112,6	0,1	0,0	2,8	10,4	2,8	10,4
Hoteles, cafés y restaurantes	100,8	-0,3	-0,4	1,0	0,8	1,2	0,9
Otros	104,0	0,1	0,2	2,5	3,3	2,6	3,5
Agrupaciones							
Alimentos con elaboración	104,4	0,3	0,3	3,0	2,9	4,4	3,1
Alimentos sin elaboración	103,6	0,0	0,6	0,2	2,8	0,8	3,3
Conjunto no alimentario	104,2	0,5	-0,3	2,3	2,8	2,8	2,9
Bienes industriales	106,2	1,1	-0,1	3,4	3,7	3,9	3,4
<i>Productos energéticos</i>	109,4	0,5	-2,8	10,7	7,9	13,8	7,5
<i>Carburantes y combustibles</i>	107,9	0,7	-3,8	11,1	6,1	15,2	5,7
<i>Bienes industriales sin productos energéticos</i>	104,8	1,3	1,0	0,6	2,0	0,3	1,7
Servicios	102,4	-0,2	-0,4	1,2	1,8	1,6	2,3
Inflación subyacente (**)	103,6	0,4	0,2	1,3	2,1	1,7	2,3
ÍNDICE GENERAL	104,2	0,4	-0,1	2,2	2,8	2,9	2,9

NOTAS: (*) Base 2011 = 100.

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

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

La subida de precios en vestido y calzado y alimentos y bebidas no alcohólicas no compensa la caída del precio de la gasolina.

8,1%, mientras que en la eurozona el retroceso fue de tan solo un 3,7%.

Además del transporte, otras clases de gasto aportaron negativamente al IPC general, si bien acusaron un impacto menor. Entre ellos ocio y cultura con una variación mensual del -1,3% y una aportación mensual negativa de una décima. En este caso, se debe a la bajada de los precios del viaje organizado y, en menor medida, de los servicios recreativos y deportivos. Finalmente, cabe destacar el epígrafe de hoteles, cafés y restaurantes, cuya caída en tasa mensual del -0,4% se explica por la reducción de precios de hoteles y otros alojamientos. Esto también ha repercutido aproximadamente una décima negativa mensual en el IPC general.

Estos efectos de reducción del IPC fueron compensados por el epígrafe de vestido y calzado, que, con una variación mensual del 5,1%, recoge los últimos efectos de la entrada de la temporada de invierno. Su repercusión mensual positiva en el IPC fue de 0,4 décimas. Adicionalmente, también hay que destacar alimentos y bebidas no alcohólicas, que presenta una tasa men-

sual del 0,5% y una repercusión positiva en el IPC general que apenas alcanza una décima.

Respecto a las perspectivas de inflación, la intensidad de la corrección del precio de los carburantes, superior a la que puede sugerir el comportamiento del precio de petróleo a nivel internacional, abre el interrogante respecto a la evolución de los precios energéticos en el futuro. Sin embargo, esta incertidumbre no modifica la previsible senda descendente del IPC durante 2013, que se justifica por la debilidad de la demanda interna, a la que hay que añadir los efectos base del repunte de precios del precio del petróleo durante el primer semestre de 2012, así como las subidas impositivas experimentadas por la economía durante el segundo semestre de 2012.

Por tanto, sin descartar una ligera subida durante los próximos meses de un par de décimas en la tasa de variación interanual del IPC general, mantenemos nuestra previsión de tendencia a la reducción de la inflación en España. Nuestra estimación de inflación es del 2,3% interanual para el año en curso.

Se mantiene la previsión de inflación para 2013.

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

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

Sector exterior

2013: ¿El año del superávit corriente?

Durante los primeros años del siglo XXI la economía española registró una de las mayores fases expansivas de las últimas décadas. Sin embargo, ello fue acompañado de una pérdida progresiva de competitividad que elevó el déficit corriente hasta niveles insostenibles. Concretamente, este alcanzó el 10,6% del producto interior bruto (PIB) en 2008. Desde entonces, este desequilibrio se ha corregido de forma

relativamente rápida, hasta el 2,2% del PIB en el tercer trimestre de este año. Se mantiene, por lo tanto, la tendencia claramente favorable y solo falta saber en qué momento el saldo pasará a ser positivo.

En efecto, el déficit corriente aceleró su ritmo de contracción durante el tercer trimestre de 2012. Así, la reducción del déficit entre julio y septiembre, de 7 décimas, explica más de la mitad del ajuste realizado durante los nueve primeros meses del

El déficit corriente se reduce hasta el 2,2% del PIB en el tercer trimestre de 2012.

BALANZA DE PAGOS

Septiembre 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	-22.129	-28,6	-30.858	12.206	-28,3
Servicios					
<i>Turismo</i>	25.639	2,8	31.307	1.212	4,0
<i>Otros servicios</i>	4.663	144,0	6.388	4.394	220,4
Total	30.302	12,9	37.695	5.606	17,5
Rentas	-16.610	-14,0	-23.410	436	-1,8
Transferencias	-8.073	18,0	-7.137	-1.102	18,3
Total	-16.509	-45,5	-23.710	17.146	-42,0
Cuenta de capital	3.918	-6,1	5.233	-261	-4,7
Balanza financiera					
Inversiones directas	8.478	-	11.751	12.953	-
Inversiones de cartera	-70.275	-	-81.696	-86.428	-
Otras inversiones	-154.377	-	-211.316	-214.402	-
Total	-216.175	-	-281.262	-287.876	-
Errores y omisiones	-4.757	-	-9.083	-14.396	-
Variación de activos del Banco de España	233.522	-	308.822	285.387	-

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.

Nuevo superávit de la balanza de bienes y servicios durante los meses de verano.

año pasado, concretamente de 1,3 puntos porcentuales. Esta mejora fue prácticamente generalizada entre los distintos componentes de la balanza corriente española y solamente la balanza de transferencias registró un aumento del déficit este trimestre.

Por segundo trimestre consecutivo, el saldo acumulado de los últimos doce meses de la balanza de bienes y de servicios alcanzó niveles positivos. En el caso de la balanza de bienes, el déficit se redujo 3 décimas, hasta el 2,9% del PIB. Ello tuvo lugar en un contexto de contracción de las importaciones y aumento de las exportaciones. Estas últimas estuvieron impulsadas por la nueva mejora de la competitividad española, como se puede apreciar por la evolución de los costes laborales unitarios. Por su parte, el superávit de la balanza de servicios se elevó en dos décimas, hasta el 3,6% del PIB, alcanzando un nuevo máximo histórico. Como ha ocurrido en los trimestres anteriores, parte de esta mejora responde al buen comportamiento

del superávit del componente no turístico que ascendió en una décima, hasta el 0,6%.

Pero, sin duda, la sorpresa positiva del tercer trimestre vino por el lado de la balanza de rentas. Efectivamente, las tensiones en los mercados de deuda soberana provocaron un crecimiento prácticamente ininterrumpido del déficit de rentas desde 2010, hasta situarse en el 2,5% del PIB en junio de 2012. Sin embargo, la caída del déficit en el tercer trimestre muestra un claro cambio de tendencia. Como se observa en el gráfico siguiente, esta mejora responde al menor pago de intereses durante los meses de verano, que se redujeron un 22,0% respecto al mismo periodo del año anterior. Ello se debe, principalmente, al efecto sobre el coste medio de la financiación bancaria a través del Eurosistema.

En clave de futuro, esperamos que esta mejora de la balanza corriente se mantenga durante el cuarto trimestre de 2012 y gran parte de 2013. La debilidad de la demanda española y, por lo tanto, de las

La balanza corriente puede alcanzar un excedente durante la segunda mitad del año.

EL PAGO DE RENTAS VUELVE A REDUCIRSE EN EL TERCER TRIMESTRE DE 2012

Pago de rentas al exterior acumulado de los últimos 12 meses



FUENTE: Banco de España.

importaciones, y la remisión de las tensiones financieras, permitirán que la corrección del saldo de las balanzas de bienes y rentas se mantenga. Como consecuencia, es altamente probable que la balanza corriente alcance superávit a lo largo de este año, un hito que no se lograba desde el año 1997. A pesar de ello, existen algunos factores que podrían retrasar este fenómeno. Así, el repunte de las tensiones financieras o del precio del petróleo aumentarían los pagos hacia el exterior, mientras que una recuperación de la economía europea más lenta de lo previsto reduciría los ingresos por exportaciones de bienes y servicios.

En este sentido, los datos de octubre vuelven a registrar una caída de las exportaciones comerciales hacia los países de la zona del euro, del 6,3% interanual. Destaca el deterioro de las ventas hacia Francia y Portugal, destino de una cuarta parte de las exportaciones españolas, de cerca del 22% en ambos casos. Esta caída fue neutralizada por un nuevo incremento de las exportaciones fuera de la zona del euro, del 27,1% interanual. Estados Unidos, América Latina y Rusia, con aumentos del 59,4%, 38,3% y 27,7%, respectivamente, encabezan la lista de países con mayor incremento de la demanda en ese mes.

Las exportaciones hacia la zona del euro disminuyen un 6,3% interanual.

COMERCIO EXTERIOR

Enero-octubre 2012

	Importaciones			Exportaciones			Saldo	Tasa de cobertura (%)
	Millones de euros	% variación anual en valor	% participación	Millones de euros	% variación anual en valor	% participación	Millones de euros	
Por grupos de productos								
Energéticos	52.779	14,8	24,8	13.047	9,2	7,0	-39.732	24,7
Bienes de consumo	47.132	-8,3	22,1	58.159	1,8	31,4	11.026	123,4
<i>Alimenticios</i>	13.234	-1,1	6,2	22.994	10,5	12,4	9.760	173,8
<i>No alimenticios</i>	33.899	-10,9	15,9	35.165	-3,2	19,0	1.266	103,7
Bienes de capital	12.518	-11,7	5,9	14.917	-2,4	8,1	2.400	119,2
Bienes intermedios no energéticos	100.733	-4,2	47,3	98.983	6,1	53,5	-1.750	98,3
Por áreas geográficas								
Unión Europea	106.775	-6,8	50,1	116.106	-1,2	62,7	9.331	108,7
<i>Zona del euro</i>	85.921	-7,6	40,3	91.805	-2,1	49,6	5.884	106,8
Otros países	106.387	4,1	49,9	69.000	14,9	37,3	-37.387	64,9
<i>Rusia</i>	6.662	-10,2	3,1	2.465	17,4	1,3	-4.197	37,0
<i>EE. UU.</i>	8.123	-6,5	3,8	7.534	13,3	4,1	-589	92,8
<i>Japón</i>	2.431	-9,4	1,1	1.775	14,4	1,0	-656	73,0
<i>América Latina</i>	18.482	32,7	8,7	11.798	17,9	6,4	-6.684	63,8
<i>OPEP</i>	27.036	19,6	12,7	8.941	31,7	4,8	-18.095	33,1
<i>Resto</i>	43.654	-6,9	20,5	36.487	10,7	19,7	-7.166	83,6
TOTAL	213.162	-1,6	100,0	185.105	4,2	100,0	-28.056	86,8

FUENTES: Ministerio de Economía y elaboración propia.

Sector público

El déficit español debe corregirse en 1,8 puntos porcentuales del PIB en 2013.

El déficit acumulado durante los primeros tres trimestres de 2012 alcanza el 6,2% del PIB.

Deterioro del saldo presupuestario de la Seguridad Social.

Año nuevo, objetivos nuevos

El proceso de consolidación fiscal parece una carrera de resistencia. Tras 2 años de enormes esfuerzos, en 2013 la carrera continúa. Ya se conoce la ubicación de la línea de llegada, situar el déficit en el 4,5% del PIB, pero todavía se desconoce el punto de partida. En cualquier caso, parece que este año las tensiones financieras, con una tendencia gradual a la mejora, podrían hacer más llevadera la marcha.

De acuerdo con el Programa de Estabilidad y Convergencia (PEC) de la Comisión Europea, el déficit español debe corregirse en 1,8 puntos porcentuales del PIB este año (2,8 puntos porcentuales si incluimos las pérdidas del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) de 2012). El mayor esfuerzo fiscal recae sobre las comunidades autónomas (CC. AA.), cuyo déficit debe alcanzar el 0,7% del PIB, 8 décimas por debajo del objetivo del año pasado. El ajuste exigido a las administraciones centrales, que engloban el Estado y la Seguridad Social, es de 7 décimas, para situar el déficit en el 3,8% del PIB. Por su parte, las corporaciones locales deberán finalizar el año con equilibrio presupuestario frente al objetivo de déficit del 0,3% del PIB en 2012.

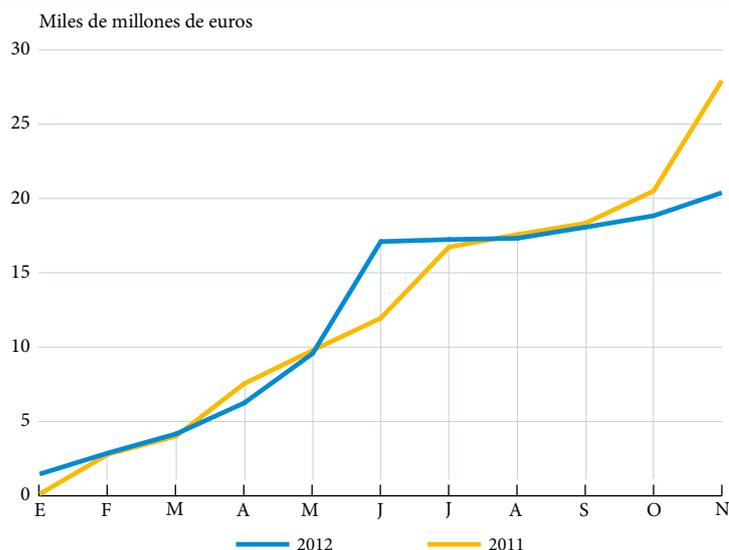
Sin embargo, un desvío respecto a la senda de consolidación fiscal marcada en el PEC de 2012 supondría un mayor esfuerzo de corrección para este año. Un escenario bastante probable a tenor de los datos disponibles referentes al tercer trimestre de 2012.

En efecto, las cuentas públicas acumulaban un déficit de 65.311 millones de euros en septiembre del año pasado o, lo que es lo mismo, del 6,2% del PIB estimado para el conjunto del año. Si descontamos las pérdidas del FROB, que en el tercer trimestre se incrementaron en 4.500 millones de euros, esta cifra se reduce hasta el 5,3% del PIB, 5 décimas por debajo del registro de 2011. Como consecuencia, para reducir el déficit hasta el nivel exigido en el PEC de 2012 sería necesaria una corrección fiscal de 2,2 puntos del PIB en el cuarto trimestre. A pesar de que gran parte del efecto de las medidas fiscales se concentraba en los últimos meses del ejercicio, estas quizás no sean suficientes para alcanzar dicha meta. Como consecuencia, nuestra estimación sitúa el déficit a final del año en el 8,4% del PIB, frente al objetivo del 7,3%.

Los últimos datos disponibles apuntan al deterioro del saldo presupuestario de las administraciones de la Seguridad Social (SS) como principal responsable de la desviación del déficit público en 2012. Así, la SS pasó de un superávit del 0,9% del PIB a un déficit del 0,2% del PIB durante el tercer trimestre. Esta evolución respondería a dos factores. Por un lado, el débil pulso económico que mantiene la reducción de los ingresos por cotizaciones sociales y el aumento del pago de las prestaciones por desempleo. Por el otro lado, se observa una caída significativa de los ingresos de la SS provenientes de transferencias del Estado en el tercer trimestre. Concretamente de 10.096 millones de euros respecto al trimestre anterior. Debido a ello, el déficit del

DECAE EL RITMO DE LAS TRANSFERENCIAS CORRIENTES DEL ESTADO A OTRAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS

Transferencias corrientes del Estado a organismos autónomos y la Seguridad Social



FUENTE: IGAE.

Estado solo creció en tres décimas durante el mismo periodo, para situarse en el 4,3% del PIB.

Como se observa en el gráfico anterior, este comportamiento se mantuvo durante los últimos meses del año. Así, por ejemplo, las transferencias corrientes del Estado a la Seguridad Social y a otros organismos autónomos se redujeron en 5.685 millones de euros el pasado noviembre.

Además de la Seguridad Social, las CC. AA. también es probable que se desvíen ligeramente del objetivo de déficit marcado para el conjunto de 2012. A pesar de registrar un déficit del 0,9% del PIB en el tercer trimestre, un registro significativamente inferior al del año pasado, en el cuarto trimestre se suelen acumular una parte importante de los gastos anuales, lo que probablemente hará que el déficit aca-

be el año por encima del objetivo del 1,5% del PIB en 2012.

La prima de riesgo exigida a la deuda española, medida como la diferencia de las rentabilidades exigidas al bono soberano español y el alemán de 10 años, no presentó importantes tensiones en los últimos meses del año. El Tesoro aprovechó la oportunidad con nuevas emisiones de deuda para ampliar sus reservas para 2013. Esta es una buena noticia teniendo en cuenta los elevados vencimientos que deberá afrontar el sector público a lo largo del año. Así, los vencimientos de deuda del Tesoro se elevan hasta los 129.923 millones de euros este año, de los cuales un poco más de la mitad son de Letras. A esta cantidad deben añadirse los vencimientos del ICO, el FADE y el FROB, que se sitúan alrededor de los 20.000 millones de euros, y de las CC. AA., con 14.704 millones de euros más.

Las CC. AA. es difícil que cumplan con el objetivo de déficit en 2012.

El sector público afronta un 2013 con elevados vencimientos de deuda.

Ahorro y financiación

El proceso de saneamiento de la banca avanza a buen ritmo.

Las entidades bancarias son los principales accionistas de la Sareb.

La puesta en marcha de la Sareb marcará los próximos meses

El pasado 20 de julio el Gobierno español solicitó ayuda financiera a los fondos de rescate de la zona del euro para reestructurar el sistema bancario. Finalmente, el 13 de diciembre se hizo efectivo el primer desembolso de 39.500 millones de euros al Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) en forma de bonos del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE). Esta es la primera operación realizada por el fondo de rescate permanente desde su puesta en marcha el 8 de octubre, lo que supone un hito importante, pues se demuestra su capacidad de actuar como mecanismo de rescate para los países de la zona del euro con problemas.

El FROB utilizará cerca de 37.000 millones para recapitalizar las cuatro entidades bancarias nacionalizadas y los fondos restantes, hasta 2.500 millones, serán la contribución de capital a la Sareb. Por su lado, la Sareb ha conseguido que más del 50% de su capital proceda de accionistas privados, con lo que la aportación pública no contabilizará como deuda del Estado. Así, la entidad nació con un capital inicial de 827 millones de euros, de los cuales 430 fueron aportados por 5 grandes bancos españoles y el resto por el FROB. La contribución restante, que representa el 75% de los fondos propios o 2.281 millones de euros, se hará en forma de deuda subordinada, que será suscrita por los accionistas en proporción a su cuota de capital. Además de esta aportación inicial, en los pró-

FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS (1)

Octubre 2012

	Saldo	Variación año actual	Variación 12 meses	%
	Millones de euros	Millones de euros	% (2)	participación
Sector privado	2.044.285	-81.961	-3,9	71,5
Empresas no financieras	1.206.213	-49.073	-4,2	42,2
<i>Préstamos de entidades residentes (3)</i>	784.088	-56.799	-6,8	27,4
<i>Valores distintos de acciones</i>	72.362	7.374	13,0	2,5
<i>Préstamos del exterior</i>	349.763	351	-1,0	12,2
Hogares (4)	838.072	-32.888	-3,5	29,3
<i>Préstamos para la vivienda (3)</i>	645.440	-21.427	-3,4	22,6
<i>Otros (3)</i>	189.805	-11.260	-4,0	6,6
<i>Préstamos del exterior</i>	2.828	-201	4,8	0,1
Administraciones públicas (5)	816.424	79.956	13,7	28,5
TOTAL	2.860.710	-2.005	0,9	100,0

NOTAS: (1) Residentes en España.

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

(3) Incluyen préstamos titulizados fuera del balance bancario.

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

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

PASIVOS DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO FRENTE A EMPRESAS Y FAMILIAS

Octubre 2012

	Saldo	Variación año actual		Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%	
A la vista	254.977	-14.733	-5,5	-3.760	-1,5	19,7
De ahorro	198.725	-4.224	-2,1	1.581	0,8	15,4
A plazo	668.301	-29.435	-4,2	-47.303	-6,6	51,7
En moneda extranjera	20.067	2.348	13,3	3.806	23,4	1,6
Total depósitos	1.142.071	-46.045	-3,9	-45.677	-3,8	88,4
Resto del pasivo (*)	149.667	-35.296	-19,1	-33.231	-18,2	11,6
TOTAL	1.291.738	-81.341	-5,9	-78.907	-5,8	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.

ximos meses las inyecciones de capital y las emisiones de deuda subordinada se irán incrementando, hasta alcanzar los 5.200 millones, a medida que se vayan transfiriendo activos a la Sareb. También se espera que otros inversores privados pasen a formar parte del accionariado. Más adelante se espera ampliar la base de inversores a través de los denominados Fondos de Activos Bancarios (FAB), activos financieros de carácter similar a los fondos de titulización.

La Sareb, por lo tanto, ya está lista para recibir los activos problemáticos de las entidades nacionalizadas. Con su transferencia, estas entidades conseguirán sanear su balance para convertirse así en entidades viables a largo plazo. Como contrapartida, y para evitar distorsiones a la competencia, los planes de reestructuración aprobados por la Comisión Europea establecen una serie de requisitos y ajustes a realizar por estas entidades durante los próximos cinco años. Entre ellos, destacan la reducción del volumen del balance del 60% y la red de oficinas en un 50% respecto a diciembre de 2010; la focalización en el negocio minorista y en su región de actuación tradicional; el abandono de determinadas actividades arriesgadas, incluida la financiación de promotores; la disminución de

la ratio de créditos sobre depósitos por debajo del 100%, y la venta de filiales y participaciones industriales.

El siguiente eslabón en la reforma financiera se centra en las entidades del grupo 2, es decir, aquellas con déficit de capital y que no han podido captarlo de forma privada. La Comisión Europea dio luz verde a sus planes de reestructuración el 20 de diciembre, con unas necesidades de ayudas públicas de 1.865 millones de euros. Estas entidades transferirán sus activos problemáticos a la Sareb en febrero. Se concluye así la aprobación de los planes de todos los bancos que requieren ayudas públicas, que serán recapitalizados y cumplirán con el requisito del 9% de capital de más alta calidad.

El Fondo Monetario Internacional (FMI), en su informe sobre la reforma del sistema financiero español, efectúa una valoración positiva sobre la implementación del Memorando de Entendimiento. Se considera que el programa para el sector financiero sigue avanzando según el calendario previsto con el cumplimiento de todas las fechas límite. Sin embargo, también se advierte que quedan pendientes los retos más difíciles, especialmente aquellos relacionados con la realización de los planes

El FMI avala el proceso de reestructuración bancario español.

La entrada de capital extranjero ayuda a la banca y al Estado.

de reestructuración bancaria y conseguir que la Sareb funcione de forma efectiva. Para ello se recomienda no retrasar la inyección de capital público a las entidades con necesidades de capital, así como diseñar una estrategia de salida para los bancos nacionalizados. Respecto a la Sareb, se considera que el nivel de activos a gestionar podría suponer un impedimento a su eficacia, por lo que recomienda evitar una expansión de su perímetro más allá de lo estrictamente necesario.

Desde que el Banco Central Europeo anunció las operaciones monetarias de compraventa (OMC), las tensiones en los mercados financieros se han relajado, tal y como se manifiesta en la reducción de la prima de riesgo. Además, en septiembre, la cuenta financiera de la balanza de pagos registró una entrada de capitales del exterior de 30.998 millones de euros, rompiéndose así el drenaje de capitales que venía sufriendo la economía española desde el

verano de 2011. Tanto las administraciones públicas como el sector bancario se beneficiaron de esta entrada de capitales, pues los inversores internacionales volvieron a acudir a las subastas del Tesoro y los bancos redujeron su dependencia de la financiación del BCE.

Por su parte, el sector privado sigue su proceso de desapalancamiento. Así, el crédito a las sociedades no financieras aceleró su retroceso en el mes de octubre, registrando una caída interanual del 6,8%, casi un punto porcentual más que en el mes anterior. El crédito a los hogares también sigue descendiendo, tanto para la adquisición de vivienda (-3,4%) como para otros fines (-4,0%).

El desglose por finalidades muestra que el crédito se está contrayendo en todas las ramas de actividad, reflejando el débil pulso de la economía española. Destaca la aceleración de la caída del sector servicios, con

CRÉDITO POR FINALIDADES AL SECTOR PRIVADO

Tercer trimestre de 2012

	Saldo (*)	Variación año actual		Variación 12 meses	
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%
Financiación de actividades productivas					
Agricultura, ganadería y pesca	20.852	-930	-4,3	-1.351	-6,1
Industria	135.140	-8.107	-5,7	-10.363	-7,1
Construcción	87.793	-10.754	-10,9	-14.466	-14,1
Servicios	643.178	-37.305	-5,5	-37.954	-5,6
Total	886.962	-57.096	-6,0	-64.134	-6,7
Financiación a personas físicas					
Adquisición y rehabilitación de vivienda propia	639.522	-16.931	-2,6	-16.205	-2,5
Adquisición de bienes de consumo duradero	31.953	-5.733	-15,2	-6.526	-17,0
Otras financiaciones	96.381	-2.911	-2,9	-3.969	-4,0
Total	767.855	-25.575	-3,2	-26.699	-3,4
Otros	46.971	1.904	4,2	3.775	8,7
TOTAL	1.701.788	-80.766	-4,5	-87.058	-4,9
<i>Adquisición de viviendas y actividades inmobiliarias</i>	<i>891.188</i>	<i>-33.685</i>	<i>-3,6</i>	<i>-37.419</i>	<i>-4,0</i>

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

EL PARO SEGUIRÁ PRESIONANDO AL ALZA LA RATIO DE MOROSIDAD EN 2013

Tasa de paro y tasa de morosidad



FUENTES: INE y Banco de España.

una variación interanual del $-5,6\%$ en el tercer trimestre.

Los datos de los créditos dudosos sitúan la tasa de morosidad para el conjunto del sistema bancario español en el $11,3\%$ en octubre. Aunque las actividades inmobiliarias (promotores) y el sector de la construcción concentran el mayor volumen de créditos dudosos, se produjo un aumento de la morosidad en todas las ramas de actividad, destacando el incremento del sector servicios. Tal y como se observa en el gráfico anterior, es probable que las condiciones del mercado laboral sigan presionando

esta tendencia al alza en los próximos trimestres.

En resumen, en los próximos meses se completará el proceso de saneamiento del sector bancario español. En el ámbito europeo, se aprobó la creación del supervisor bancario único en el Consejo de diciembre y se puso fecha a la definición del marco operativo para la recapitalización directa de la banca con fondos comunes. Ambos son hitos muy importantes para sentar las bases de un sistema financiero sólido que pueda respaldar el crecimiento económico.

La morosidad repunta en todas las ramas de actividad.

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
8. La economía de Cataluña

■ 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 Mirret
23. Perspectivas de desahucio 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?

Clàudia 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 Mirret

■ 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-Martin
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

Enero 2013

”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...):
publicacionese studios@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”, 2013

Se permite la reproducción parcial del Informe Mensual siempre que se cite la fuente de forma adecuada y sea remitida una copia al editor.

