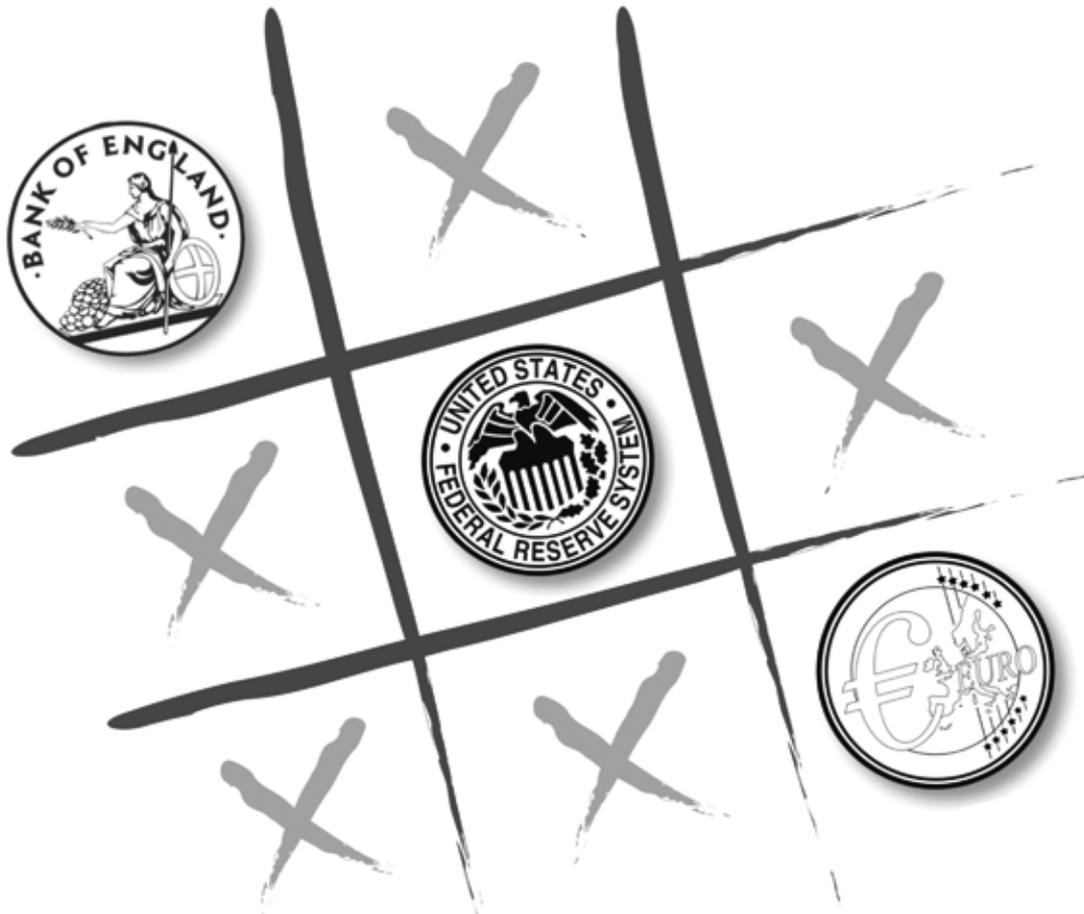


Informe Mensual



LA POLÍTICA MONETARIA DEL FUTURO

En tiempos de crisis, creatividad monetaria Pág. 12

Expansión de balance y comunicación, las nuevas herramientas de política monetaria

Política monetaria no convencional: una historia (inconclusa) de éxito (limitado) Pág. 23

La política monetaria no convencional amortigua el impacto de los procesos de ajuste en curso

Riesgos de una política monetaria en fase experimental Pág. 34

El principal riesgo radica en errar el tiempo adecuado de la retirada de los estímulos

Nuevos objetivos de política monetaria Pág. 48

Los bancos centrales barajan adoptar nuevos objetivos más allá de la inflación

Previsiones

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

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2011 | | 2012 | | | | |
|---|------------|-------------|-------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | | | | III | IV | I | II | III | IV | |
| ECONOMÍA INTERNACIONAL | | | | | | | | | | |
| | | | | | Previsiones | | | | | Previsiones |
| Producto interior bruto | | | | | | | | | | |
| Estados Unidos | 1,8 | 2,2 | 1,9 | 1,6 | 2,0 | 2,4 | 2,1 | 2,6 | 1,5 | |
| Japón | -0,5 | 2,1 | 0,8 | -0,5 | 0,0 | 3,3 | 4,0 | 0,5 | 0,6 | |
| Reino Unido | 0,7 | 0,0 | 1,1 | 0,7 | 0,9 | 0,2 | -0,3 | 0,0 | 0,0 | |
| Zona del euro | 1,5 | -0,4 | 0,1 | 1,3 | 0,6 | -0,1 | -0,5 | -0,6 | -0,5 | |
| <i>Alemania</i> | 3,1 | 0,9 | 0,7 | 2,7 | 1,9 | 1,2 | 1,0 | 0,9 | 0,7 | |
| <i>Francia</i> | 1,7 | 0,1 | 0,4 | 1,5 | 1,1 | 0,2 | 0,1 | 0,1 | 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 | -0,1 | |
| Reino Unido | 4,5 | 2,8 | 1,9 | 4,7 | 4,7 | 3,5 | 2,7 | 2,4 | 2,7 | |
| Zona del euro | 2,7 | 2,5 | 2,0 | 2,7 | 2,9 | 2,7 | 2,5 | 2,5 | 2,2 | |
| <i>Alemania</i> | 2,3 | 2,1 | 1,7 | 2,4 | 2,4 | 2,1 | 2,1 | 2,1 | 2,0 | |
| <i>Francia</i> | 2,1 | 2,2 | 1,9 | 2,1 | 2,4 | 2,3 | 2,3 | 2,3 | 1,7 | |
| ECONOMÍA ESPAÑOLA | | | | | | | | | | |
| | | | | | Previsiones | | | | | Previsiones |
| Agregados macroeconómicos | | | | | | | | | | |
| Consumo de los hogares | -0,8 | -1,8 | -1,7 | -0,2 | -2,4 | -1,3 | -2,1 | -2,0 | -1,8 | |
| Consumo de las AA. PP. | -0,5 | -4,3 | -7,3 | -2,7 | -1,1 | -3,7 | -2,9 | -3,9 | -6,7 | |
| Formación bruta de capital fijo | -5,3 | -8,8 | -6,4 | -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 | -9,2 | -8,0 | -8,6 | -9,4 | -11,5 | -12,6 | -12,3 | |
| Demanda nacional (contr. al Δ PIB) | -1,9 | -3,8 | -3,7 | -1,8 | -3,1 | -3,2 | -3,8 | -4,0 | -4,1 | |
| Exportación de bienes y servicios | 7,7 | 3,9 | 6,4 | 7,6 | 5,8 | 2,4 | 2,9 | 4,3 | 5,9 | |
| Importación de bienes y servicios | -0,8 | -4,0 | -1,1 | -1,2 | -4,9 | -5,8 | -5,1 | -3,5 | -1,5 | |
| Producto interior bruto | 0,4 | -1,4 | -1,3 | 0,6 | 0,0 | -0,7 | -1,4 | -1,6 | -1,8 | |
| Otras variables | | | | | | | | | | |
| Empleo | -1,7 | -4,4 | -3,2 | -1,6 | -2,9 | -3,7 | -4,7 | -4,6 | -4,7 | |
| Tasa de paro (% población activa) | 21,6 | 25,0 | 26,4 | 21,5 | 22,9 | 24,4 | 24,6 | 25,0 | 26,0 | |
| Índice de precios de consumo | 3,2 | 2,4 | 2,1 | 3,1 | 2,8 | 2,0 | 2,0 | 2,8 | 3,1 | |
| 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 | -1,8 | 0,8 | -3,8 | -3,7 | -3,6 | -3,2 | -2,3 | -1,8 | |
| Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB) | -3,2 | -1,3 | 1,3 | -3,2 | -3,2 | -3,1 | -2,7 | -1,8 | -1,3 | |
| Saldo público (% PIB) | -9,4 | -8,4 | -6,2 | -9,0 | -9,4 | -9,3 | -9,7 | -9,9 | | |
| 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 | 0,54 | 1,47 | 1,25 | 1,00 | 1,00 | 0,75 | 0,75 | |
| Bonos EE. UU. 10 años | 2,77 | 1,78 | 2,02 | 2,42 | 2,03 | 2,02 | 1,81 | 1,62 | 1,69 | |
| Bonos alemanes 10 años | 2,65 | 1,55 | 1,72 | 2,30 | 1,98 | 1,88 | 1,50 | 1,42 | 1,42 | |
| Tipos de cambio | | | | | | | | | | |
| \$/Euro | 1,39 | 1,29 | 1,31 | 1,41 | 1,35 | 1,31 | 1,28 | 1,25 | 1,30 | |

Índice

- 1 Editorial
- 2 Resumen ejecutivo
- 6 Coyuntura internacional
 - 6 Estados Unidos
 - 10 Japón
 - 12 *En tiempos de crisis, creatividad monetaria*
 - 15 China
 - 17 Brasil
 - 18 México
 - 19 Materias primas
- 21 Unión Europea
 - 21 Actividad económica
 - 23 *Política monetaria no convencional: una historia (inconclusa) de éxito (limitado)*
 - 26 Mercado de trabajo
 - 27 Precios
 - 28 Sector exterior
 - 30 Sector público
 - 31 Ahorro y financiación
 - 34 *Riesgos de una política monetaria en fase experimental*
 - 36 Europa emergente
- 39 Mercados financieros
 - 39 Mercados monetarios y de capital
 - 48 *Nuevos objetivos de política monetaria*
- 52 Coyuntura española
 - 52 Actividad económica
 - 56 Mercado de trabajo
 - 60 Precios
 - 63 Sector exterior
 - 66 Sector público
 - 68 Ahorro y financiación

La política monetaria del futuro

La crisis económica y financiera está obligando a reinventar la política monetaria a marchas forzadas. Las históricas bajadas del tipo de interés oficial, hasta su límite inferior del 0%, no fueron suficientes para aliviar las preocupantes dinámicas recesivas. En este contexto, la implementación de medidas no convencionales de estímulo pasó de ser una opción disponible, pero discutida, a una herramienta de uso indispensable.

A grandes rasgos, se han implementado dos vías no convencionales: las compras de activos a gran escala y la reformulación de las políticas de comunicación (*forward guidance*). La razón de ser de ambas estrategias: reducir los tipos de interés a largo plazo para así incentivar la inversión y el consumo. De momento, el balance de los principales bancos centrales se ha expandido y modificado significativamente. En relación con su tamaño precrisis, la Fed lo ha multiplicado por tres, mientras que el BCE lo ha duplicado. Además, la Fed se ha comprometido a mantener el tipo de interés de referencia en los niveles actuales hasta que la tasa de paro no se reduzca por debajo del 6,5%, siempre y cuando la inflación a medio plazo no supere el 2,5%.

A pesar del profundo cambio en la forma de conducir la política monetaria, el crecimiento de los países desarrollados sigue siendo muy débil. Ello, sin embargo, no quiere decir ni que la política monetaria no es lo suficientemente expansiva ni que no está teniendo ningún efecto. Es, sobre todo, un reflejo de los profundos procesos de ajuste que se están llevando a cabo y que, de no haberse tomado estas medidas, probablemente habrían generado una recesión mucho más intensa.

No obstante, tratar de evitar este escenario todavía más recesivo no está exento de riesgos. La compra directa y masiva de activos puede favorecer la nueva formación de burbujas especulativas, tanto domésticas como foráneas, o desanclar las expectativas de inflación y, en última instancia, llevarse por delante el cometido fundamental de la política monetaria: la estabilidad de precios.

A pesar de ello, son cada vez más las voces que piden ir más allá rediseñando de raíz el enfoque de la política monetaria. Una de las propuestas que está ganando más adeptos consiste en cambiar el actual objetivo de inflación por uno de crecimiento del PIB nominal. El atractivo de este objetivo es que ante un *shock* que redujera el crecimiento del PIB real, la autoridad monetaria podría llevar a cabo una política monetaria más expansiva, aunque ello aumentase la inflación.

También está bajo debate el encaje de la estabilidad financiera en el mandato del banco central. En este sentido, algunos sectores abogan por una gestión de dicha política que tenga en cuenta, de forma sistemática, los precios de los activos, especialmente inmobiliarios y financieros, a fin de prevenir la formación de burbujas especulativas.

Las reglas e instrumentos que guiarán la política monetaria del futuro todavía están por determinar, pero difícilmente se volverá a la política monetaria del pasado de un instrumento (el tipo de interés) y un objetivo (la inflación). De momento, se ha ampliado el número de instrumentos, queda por ver hasta qué punto cambian los objetivos. Cautela y transparencia deben ser dos principios irrenunciables en este proceso de transición, no sea que las autoridades monetarias pierdan su principal activo: la credibilidad.

RESUMEN EJECUTIVO

El año 2013 empieza con una mejora sustancial del sentimiento económico.

Los indicadores adelantados de enero de la zona del euro se recuperan de unos niveles muy bajos.

Alemania lidera el proceso de recuperación y Francia se queda atrás.

2013: mejor, pero con cautela

Tras un 2012 marcado por un discurso económico gris, especialmente en lo referente a la eurozona, 2013 está permitiendo introducir algunos matices que dibujan un futuro algo más esperanzador. Donde mejor se refleja este cambio es en el renovado optimismo de los mercados financieros y, especialmente, en la reapertura de los mercados de financiación de los llamados países periféricos. Es remarcable como, en tan breve periodo de tiempo, el clima inversor ha pasado, primero, del pesimismo profundo a la esperanza dubitativa, para alcanzar ahora claros tintes optimistas. Es, sin embargo, en estos momentos cuando es más importante recordar lo volátiles que pueden llegar a ser los mercados y, dados los procesos de ajuste todavía pendientes, tanto en la eurozona como en Estados Unidos, la cautela debe seguir siendo máxima.

La mejora del sentimiento económico en los países avanzados se fundamenta, en gran medida, en la confianza de que los obstáculos todavía pendientes se superarán satisfactoriamente. Pero el camino por recorrer es todavía largo y, además, la resolución de muchos de ellos depende de decisiones políticas, lo que limita la capacidad predictiva de los indicadores económicos actuales. Lo que sí parece más seguro es el mantenimiento del inestimable apoyo de los bancos centrales con tipos de interés bajos durante un largo periodo de tiempo y liquidez abundante.

En la eurozona, concretamente, el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) decidió de forma unánime durante la primera reunión del año mantener el tipo de interés rector en el 0,75%. Como resultado, en los mercados monetarios europeos se produjo un leve aumento de

los tipos de interés euríbor, que se encontraban en niveles muy bajos.

Según manifestó el presidente, Mario Draghi, el Consejo no se planteó un recorte en los tipos oficiales, especialmente por dos razones. En primer lugar, apeló a las sustanciales mejoras de la confianza y los mercados de capitales. En efecto, el año ha comenzado con una reducción significativa de los diferenciales de la deuda soberana periférica y las primas *CDS*, siguiendo con la tendencia de meses anteriores. Abundantes flujos de inversión se han dirigido a esta clase de activos, según se percibe tanto en los mercados secundarios como en los primarios. En segundo lugar, aludió a que no se ha producido un empeoramiento sustancial de la situación macroeconómica de los países del euro. Aunque es muy probable que experimentaran una contracción del PIB en el cuarto trimestre, los indicadores adelantados de actividad del primer trimestre de 2013 apuntan a que esta tendencia podría estar cambiando.

En efecto, en enero, la confianza del consumidor sorprendió con un substancial aumento hasta el valor más alto de los últimos 6 meses. Además, el índice de gestores de compras (PMI) también subió en los últimos meses, tanto para el conjunto de la zona del euro como para Alemania.

Sin embargo, la tendencia alcista de los indicadores adelantados todavía no es suficiente para asegurar tasas de crecimiento positivas, pues aún se encuentran en niveles muy bajos. Además, no todos los países muestran un comportamiento similar. En particular, los indicadores de la economía francesa experimentaron un intenso retroceso, tanto en diciembre como en enero. Ello pone en evidencia que el relanzamiento dista de ser un fenómeno generalizado

en todos los países de la eurozona. En cualquier caso, parece iniciada la fase de recuperación de la estabilidad financiera, que afecta primero a los mercados de capital, en respuesta a las medidas adoptadas por el BCE, para después extenderse a las condiciones crediticias.

En Estados Unidos, la actividad económica retrocedió inesperadamente en el cuarto trimestre del año, como consecuencia de la incertidumbre generada por la demora de un acuerdo entre demócratas y republicanos para suavizar la reducción del gasto público. Finalmente, con los buenos propósitos y deseos para el Año Nuevo, demócratas y republicanos llegaron a un acuerdo de mínimos firmado *in extremis* para evitar el inminente «precipicio fiscal». Con todo, el PIB se incrementó un 2,2% en 2012, comparado con el aumento del 1,8% en 2011.

De cara a 2013, sigue vigente la incertidumbre en torno al resto de medidas necesarias para consolidar las finanzas públicas en el medio plazo. En este sentido, la Reserva Federal (Fed) manifestó su preocupación y se mantiene expectante ante los riesgos derivados de la ausencia de acuerdos satisfactorios en política fiscal. Así, el mantenimiento de la política de expansión cuantitativa de la Fed, que cuenta con el apoyo de la moderación de los precios, junto con la recuperación del mercado de la vivienda, serán factores clave para mantener encauzado el proceso de recuperación a lo largo de 2013.

Japón, por su lado, está en recesión técnica, con dos trimestres consecutivos de descensos, y en deflación. Ante dicha situación, Shinzo Abe, nuevo primer ministro tras el vuelco electoral de diciembre, está dispuesto a llevar a Japón por la senda del crecimiento con un programa de corte expansivo no exento de controversia que se ha venido a conocer como *Abenomics*.

El Banco de Japón ha accedido a la petición del Gobierno de Abe para actuar de forma mucho más agresiva que hasta ahora. El banco incrementó su objetivo de inflación

desde el 1% hasta el 2%, como ya se esperaba; pero sorprendió con la aprobación de un novedoso plan de compra de activos, principalmente bonos y letras del Gobierno. Esta inyección de liquidez al sistema empezará en enero de 2014, cuando finalice el programa actual, mediante un calendario estable y de carácter indefinido («hasta nuevo aviso») por valor equivalente a 110.000 millones de euros al mes.

El panorama en los países emergentes es distinto. Las autoridades monetarias chinas y de otros países emergentes están ajustando la política monetaria con mayor sosiego, pues el momento crítico de alcanzar la estabilización de la economía ya se superó con anterioridad. En efecto, China avanzó un robusto 7,9% interanual en el cuarto trimestre de 2012, por encima de lo esperado. Pero, por desgracia, la inflación ha vuelto a dar señales de vida. No es por ahora un problema preocupante, pero hace prever una pausa en el ritmo de expansión de sus políticas.

Con el fin de moderar la inflación, el Gobierno chino ha favorecido una paulatina apreciación del yuan frente al dólar. Por su lado, el dólar también se sigue depreciando respecto al euro, fruto de las políticas ultralaxas llevadas a cabo por la Fed. Todos estos movimientos en los mercados de divisas han ganado relevancia e intensidad durante las últimas semanas, y ello ha llevado a la apelación de diversas instituciones internacionales a que no se produzcan devaluaciones competitivas.

A pesar de estos vaivenes en los tipos de cambio, la demanda global de activos más arriesgados se va afianzando. La renta fija corporativa finalizó el año 2012 como activo estrella y se espera que siga en una senda similar en el inicio del 2013. Se están marcando nuevos récords históricos, tanto en volumen de emisiones como en extensión de vencimientos y en niveles mínimos de tipos de interés.

Los mercados de renta variable, que fueron relegados por su mayor riesgo, podrían ga-

Sorprendente retroceso del PIB en Estados Unidos.

China supera las expectativas con un avance del 7,9% interanual en el cuarto trimestre de 2012.

Las emisiones de deuda corporativa siguen en auge.

Los inversores extranjeros vuelven a ser protagonistas en las subastas del Tesoro español.

nar protagonismo en los primeros compases del año. En un contexto económico y financiero más calmado, y con el punto de inflexión de la economía europea nuevamente en la agenda, todo hace pensar que el rumbo bursátil podría volver a guiarse por las variables tradicionales del escenario corporativo.

La apertura de los mercados de financiación internacionales ha dado aliento al sistema financiero español, que ha aprovechado la mejora en el clima de los mercados de deuda para hacer su reaparición. Las primeras entidades que dieron el salto a este mercado lo hicieron con productos de distribución masiva, como es la deuda sénior. La renovada confianza se ha trasladado también al papel hipotecario, donde se han reiniciado las emisiones de cédulas hipotecarias con una buena acogida entre los inversores, principalmente internacionales.

El PIB español se contrae un 0,7% en el cuarto trimestre de 2012.

Este mayor apetito inversor hacia la deuda española fue aprovechado por el Tesoro Público, que aumentó su actividad emisora. Concretamente, durante las tres primeras semanas del año, colocó alrededor de 27.500 millones de euros en deuda a corto y largo plazo. Como consecuencia, en este periodo ya se cubrió cerca del 12% de la necesidad bruta de financiación prevista para el conjunto de 2013, que el Tesoro sitúa entre 215.000 y 230.000 millones de euros. Pero además del mayor ritmo de colocación, el renovado interés en los títulos de deuda también ha permitido consolidar la reducción del coste medio de la deuda pública.

Esta recuperación de la confianza hacia la economía española refuerza la idea de que la recesión podría haber tocado fondo en el último trimestre de 2012. Según el avance del INE, el PIB en el cuarto trimestre de 2012 cayó un 0,7% intertrimestral, lo que supone cuatro décimas más que el trimestre precedente. Ello sitúa la tasa de variación interanual en el -1,8% y la del

conjunto del año 2012 en el -1,4%. En este contexto, no sorprende que la destrucción de puestos de trabajo fuera, nuevamente, muy importante. Según datos de la EPA, el número de ocupados descendió en 363.300. La histórica caída de la población activa, de 176.000 personas, permitió que el aumento de la tasa de paro fuera solo de un punto porcentual, hasta el 26,0%.

La aceleración del ritmo de caída en el tramo final del año se debe al mayor retroceso de la demanda interna, mientras que el sector exterior sigue atenuando el descenso. En efecto, durante el año pasado se avanzó a buen ritmo en la corrección del desequilibrio externo. La economía española presentó, en el tercer trimestre de 2012, una capacidad de financiación de 3.243 millones de euros. Ello significa que el ahorro nacional fue suficiente para financiar toda la inversión realizada en el país, sin necesidad de recurrir al exterior, un hecho que no ocurría desde el año 1998. Esperamos que esta tendencia se mantenga durante los próximos trimestres para alcanzar, al finalizar 2013, un superávit corriente.

En definitiva, el año 2013 empieza con un tono más optimista. Los indicadores del mes de enero, como el índice de sentimiento económico o el índice PMI de gestores de compras de manufacturas, exhiben una importante mejoría y, aunque parten de niveles muy bajos, señalan que la actividad está remontando. Además, la relajación de las tensiones en los mercados financieros y la paulatina recuperación de la confianza podrían marcar un cambio de tendencia en la evolución de la economía española, lo que, sin ninguna duda, se verá reforzado por las reformas estructurales emprendidas para mejorar la competitividad. Por ello, es importante que el ánimo reformista no decaiga ahora que las presiones financieras podrían estar menguando.

31 de enero de 2013

El sector exterior sigue avanzando a buen ritmo.

CRONOLOGÍA

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. |

2013

| | |
|--------------|---|
| enero | 25 El Gobierno aprueba el Anteproyecto de Ley de Garantía de la Unidad de Mercado, que establece una licencia única para comercializar bienes y servicios en toda España. |
|--------------|---|

AGENDA

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).
- 20** Comercio exterior (diciembre).
- 25** Precios industriales (enero).
IPC armonizado de la UE (enero).
- 28** Contabilidad Nacional Trimestral (cuarto trimestre).
Avance IPC (febrero).
Balanza de pagos (diciembre).

Marzo

- 4** Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (febrero).
- 7** Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 8** Índice de producción industrial (enero).
- 13** IPC (febrero).
- 15** Coste laboral (cuarto trimestre).
IPC armonizado de la UE (febrero).
- 20** Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 21** Comercio exterior (enero).
- 25** Precios industriales (febrero).
- 27** Balanza de pagos (enero).
Avance IPC (marzo).

COYUNTURA INTERNACIONAL

**Estados Unidos
acaba 2012 con un
crecimiento del 2,2%.**

Estados Unidos: una expansión con dos incertidumbres

La primera economía mundial acabó 2012 en un tono ligeramente mejor de lo que se esperaba hace dos meses gracias, principalmente, al fondo de resistencia del consumo privado y a la fuerte recuperación de la construcción. Así, el producto interior bruto (PIB) creció un 2,2% para el conjunto de 2012. No obstante, 2013 llega marcado por dos incertidumbres. En primer lugar está la demora de un acuerdo entre demócratas y republicanos para suavizar la reducción de gasto público. Esta incertidumbre continuará mermando la inversión y la confianza de los consumidores en la primera mitad del año e impedirá que el avance para el conjunto de 2013 vaya más

allá del 2,0%. A pesar de ello, la economía estadounidense debería seguir una trayectoria ascendente a lo largo del corriente, apoyada en un mejor tono de la inversión productiva en la segunda mitad de 2013. La recuperación de la vivienda y la continuidad de expansión cuantitativa de la Fed, que cuenta con el apoyo de la moderación de los precios, serán factores positivos. La segunda incertidumbre está en las consecuencias de la lenta recuperación del mercado de trabajo, con una tasa de desempleo que seguirá mejorando con cuentagotas.

Después del acuerdo de mínimos en el frente impositivo al que llegaron demócratas y republicanos a principios de enero, y que mantiene las exenciones fiscales de la

ESTADOS UNIDOS: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

| | 2010 | 2011 | 2012 | | | | | | |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|-----------|-----------|
| | | | IV | I | II | III | Octubre | Noviembre | Diciembre |
| PIB real | 2,4 | 1,8 | 2,0 | 2,4 | 2,1 | 2,6 | - | 1,5 | - |
| Ventas al por menor | 5,5 | 8,0 | 7,4 | 6,6 | 4,7 | 4,8 | 3,9 | 4,1 | 4,7 |
| Confianza del consumidor (1) | 54,5 | 58,1 | 53,6 | 67,5 | 65,3 | 65,0 | 73,1 | 71,5 | 65,1 |
| Producción industrial | 5,4 | 4,1 | 4,1 | 4,4 | 4,7 | 3,4 | 2,0 | 2,9 | 2,2 |
| Índice actividad manufacturera (ISM) (1) | 57,3 | 55,2 | 52,4 | 53,3 | 52,7 | 50,3 | 51,7 | 49,5 | 50,7 |
| Viviendas iniciadas | 5,7 | 4,5 | 25,1 | 22,5 | 28,5 | 26,0 | 41,1 | 20,2 | 36,9 |
| Tasa de paro (2) | 9,6 | 8,9 | 8,7 | 8,3 | 8,2 | 8,0 | 7,9 | 7,8 | 7,8 |
| Precios de consumo | 1,6 | 3,2 | 3,3 | 2,8 | 1,9 | 1,7 | 2,2 | 1,8 | 1,7 |
| Balanza comercial (3) | -494,7 | -559,9 | -559,9 | -571,0 | -566,9 | -556,6 | -552,9 | -552,8 | ... |
| Tipo de interés interbancario 3 meses (1) | 0,3 | 0,3 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,4 | 0,3 | 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 | 73,1 |

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.

era Bush a los hogares con renta inferior a 450.000 dólares anuales, las incertidumbres se centran en el gasto y el techo de deuda. La primera cuestión a dirimir es la ampliación de dicho límite de deuda, que amenaza la clasificación crediticia de Estados Unidos. La segunda, suavizar los efectos del denominado *sequester*, la reducción de 85.000 millones de dólares de gasto público, 0,6% del PIB, en 2013 y que entra en vigor el próximo 1 de marzo. Al cierre de este informe, el Congreso acordó dejar sin efecto el límite de deuda hasta el próximo 19 de mayo. Esto sienta un precedente que evitaría suspensiones de pagos como la de agosto de 2011. Sin embargo, las perspectivas son menos halagüeñas en lo referente al *sequester*, que puede contribuir a que el lastre fiscal sustraiga hasta un 1,5% del PIB de 2013, además de deteriorar la confianza de consumidores e inversores.

Las incertidumbres presupuestarias y laborales hacen que el pesimismo coexista con el fondo de resistencia que está mos-

trando el consumo privado. Así, las ventas minoristas de diciembre, sin los volátiles coches y gasolina, volvieron a superar expectativas y mantuvieron su repunte con un avance del 3,8% interanual. En la misma línea, el fuerte gasto de consumo de las cuentas nacionales de noviembre permite esperar que el consumo mantenga un buen tono en el cuarto trimestre. El índice de confianza del consumidor del Conference Board de diciembre mostró, empero, un retroceso desde 71,5 al nivel de los 65,1 puntos, con un avance de la percepción del momento actual que coexiste con un drástico retroceso de las expectativas, influenciado por las incertidumbres presupuestarias.

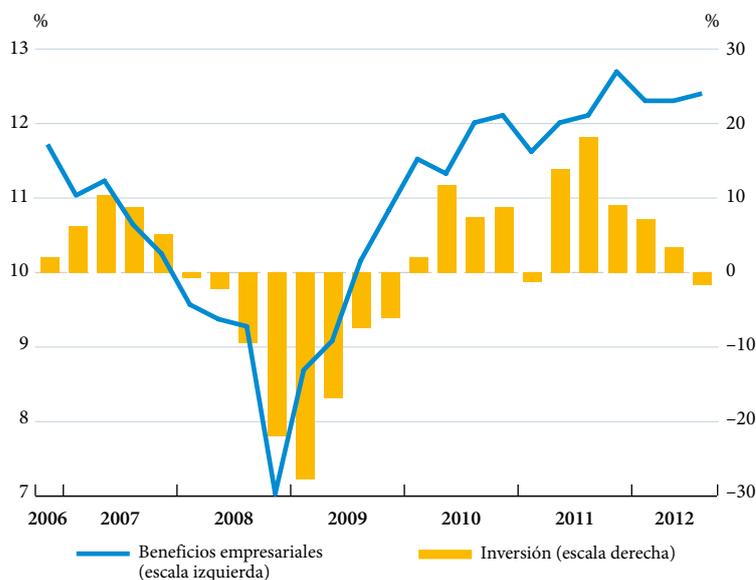
Esta incertidumbre también se deja sentir en la inversión, de la que depende en gran parte la trayectoria que tendrá la economía estadounidense en 2013. Desde septiembre de 2011, el gasto inversor ha ido de más a menos, especialmente en el sector de las tecnologías de la información, donde las

El lastre fiscal puede sustraer un 1,5% del PIB en 2013.

Las incertidumbres en el ámbito fiscal y laboral merman la confianza de consumidores e inversores.

ESTADOS UNIDOS: CON INCERTIDUMBRE, MENOS INVERSIÓN QUE BENEFICIOS

Beneficios empresariales en porcentaje del PIB y variación intertrimestral de la inversión no residencial (*)



NOTA: (*) En términos anuales.
FUENTES: Bureau of Economic Analysis y elaboración propia.

La inversión productiva debería recuperar el tono en la segunda mitad de 2013.

La menor morosidad, las condiciones financieras laxas y la creación de hogares seguirán apoyando la recuperación de la vivienda.

expectativas futuras pesan más. Así, mientras que el consumo privado se encuentra un 3,0% por encima del nivel de diciembre de 2007, la inversión productiva, más volátil, sigue un 7,3% por debajo, evidenciando que le queda un apreciable recorrido alcista. El buen comportamiento de los beneficios empresariales, que en el tercer trimestre se encaramaron hasta el 12,4% del PIB, y cierto efecto de compensación por la debilidad inversora actual, deben contribuir a un mejor tono inversor en la segunda mitad de 2013. Por ahora, la percepción empresarial sigue dando, empero, muestras de cautela. El índice de actividad del Institute for Supply Management (ISM) de manufacturas subió de 49,5 al nivel de los 50,7 puntos, que coincide con crecimientos bajos. El índice de servicios, que representan el 83,6% del total de los empleos privados, siguió mostrando un mejor comportamiento, subiendo hasta 56,1 puntos.

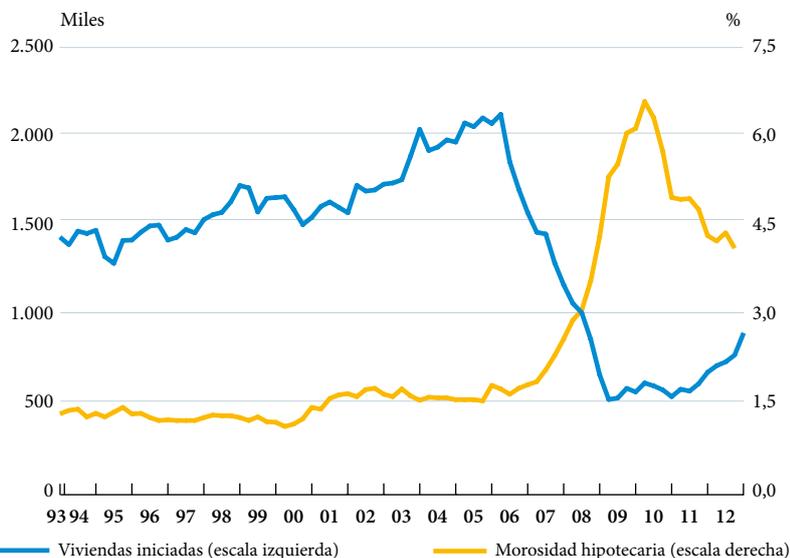
Los veredictos son más claros en la construcción, con una recuperación que sigue superando las expectativas. En diciembre

se iniciaron 954.000 nuevas viviendas en términos anuales. Esto supone un incremento del 36,9% interanual, al que todavía le queda recorrido alcista, ya que se encuentra en el 62,6% del promedio del periodo 2000-2005, previo a la burbuja inmobiliaria. Asimismo, los permisos de construcción, su indicador adelantado, mantuvieron el fuerte repunte del mes pasado. También las viviendas vacantes están en niveles de 2004, mientras que el tiempo para vender un inmueble, calculado como la ratio de viviendas en venta por el número de viviendas vendidas en un mes, bajó en diciembre hasta los 4,5 meses, en línea con los valores previos a la burbuja.

Asimismo, la sobreoferta de viviendas se está corrigiendo. La creación de nuevos hogares, que alimenta la demanda de viviendas, debe crecer en los próximos años por encima de la tendencia secular, para compensar el estancamiento causado por la recesión. También las condiciones financieras mejoran, ayudadas por la política de la Fed, orientada a bajar los tipos hi-

ESTADOS UNIDOS: MENOS MOROSIDAD Y MÁS CONSTRUCCIÓN

Viviendas iniciadas en términos anuales y tasa de morosidad hipotecaria (*)



NOTA: (*) Porcentaje de hipotecas con dos o más impagos.
FUENTES: US Census, Mortgage Bankers Association y elaboración propia.

ESTADOS UNIDOS: LA INFLACIÓN SE MODERA UN POCO MÁS

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.

La pérdida de fuelle exportador y el ascenso de las importaciones provocan un aumento del déficit comercial.

Por lo que respecta al sector exterior, el déficit de la balanza de bienes y servicios de noviembre aumentó inesperadamente hasta los 48.731 millones de dólares, por el apetito importador. El déficit bilateral con China siguió creciendo y llegó a los 28.954 millones de dólares, por encima del déficit total excluyendo el petróleo y sus derivados. De cara al cuarto trimestre, empero, una posible contribución negativa del sector exterior debería quedar compensada por la fortaleza de la demanda interna.

Japón: todos pendientes del *Abenomics*

La tercera economía mundial está en recesión técnica, con dos trimestres consecutivos de descensos, y en deflación. Las expectativas para 2013 no son halagüeñas, con un crecimiento esperado para el conjunto del año en torno al 0,8%. Ante dicha situación, Shimzo Abe, nuevo primer ministro tras el vuelco electoral de diciembre, está dispuesto a llevar a Japón por la

senda del crecimiento con un programa de corte expansivo no exento de controversia que se ha venido a conocer como *Abenomics* y que, de tener éxito, podría tener sus imitadores.

La parte más relevante del *Abenomics* está en la política monetaria. A instancias de Abe, el Banco de Japón cambió su objetivo de inflación en enero, pasándolo del 1,0% al 2,0% al mismo tiempo que planteaba un nuevo programa de expansión cuantitativa para lograr esta meta. En el terreno fiscal, se aprobó un gasto adicional de 13,1 billones de yenes (un 2,6% del PIB) que agrandará la deuda pública, que sobrepasa el 230% del PIB.

Los críticos del *Abenomics* echan en falta políticas estructurales por el lado de la oferta, acusan el exceso de gasto y ven una injerencia en la independencia del banco central. A pesar de estas críticas, los mercados han dado inicialmente su apoyo a Shimzo Abe, con un índice Nikkei 225 que, desde mediados de noviembre, se

Japón se dispone a emprender políticas expansivas que lo saquen de la recesión y la deflación.

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 | Diciembre |
| 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 | 1,2 | ... |
| Producción industrial | 16,6 | -2,3 | 0,0 | 2,7 | 5,1 | -4,6 | -7,0 | -6,7 | ... |
| 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 | 10,1 | ... |
| Tasa de paro (2) | 5,1 | 4,6 | 4,5 | 4,5 | 4,4 | 4,2 | 4,2 | 4,1 | ... |
| Precios de consumo | -0,7 | -0,3 | -0,3 | 0,3 | 0,2 | -0,4 | -0,4 | -0,2 | ... |
| Balanza comercial (3) | 7,9 | -1,6 | -1,6 | -3,7 | -3,7 | -5,1 | -5,2 | -5,4 | ... |
| Tipo interbancario 3 meses (4) | 0,39 | 0,34 | 0,34 | 0,34 | 0,34 | 0,33 | 0,33 | 0,32 | 0,31 |
| Tipo de cambio efectivo nominal (5) | 106,0 | 113,5 | 118,6 | 116,5 | 116,2 | 119,2 | 117,0 | 114,6 | 110,1 |

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.

revalorizó un 23,4%. De igual forma, el yen, que en una economía exportadora como la japonesa está íntimamente correlacionado con las cotizaciones bursátiles,

se ha depreciado un 13,1% respecto al dólar. Así, Abe parece haber ganado la batalla de la confianza pero el verdadero veredicto a sus políticas lo dará el crecimiento

El banco central sube el objetivo de inflación al 2% y se aprueba un gasto público adicional.

JAPÓN: LA BUENA ACOGIDA DE SHIMZO ABE

Índice Nikkei 225 de la bolsa de Tokio y cotización del yen



FUENTES: Thomson Reuters Datastream y elaboración propia.

Los mercados dan una buena acogida a las políticas expansivas de Abe, pero los últimos indicadores siguen siendo débiles.

de la economía, que, en un escenario de éxito relativo, debería empezar a repuntar en la segunda mitad del año.

Por ahora, los últimos indicadores muestran un panorama de atonía, evidenciando la necesidad de políticas que estimulen el crecimiento. La confianza de los consumidores de diciembre siguió estancada en un nivel bajo y el índice Tankan de sentimiento empresarial del Banco de Japón, pasó de -3,0 al nivel de -12,0 en el cuarto trimestre. Asimismo, la producción industrial, que en Japón tiene una fuerte relación con la evolución del PIB, decepcionó en noviembre con un retroceso del 6,7% interanual. Tampoco se ven signos positivos en los pedidos de maquinaria, que son un indicador adelantado de la inversión. Por el lado de la demanda, las ventas minoristas de noviembre se incrementaron un magro 1,2% interanual y las ventas

de automóviles de diciembre cedieron un 4,1% interanual.

En el ámbito de los precios, continúa la dinámica deflacionista, con un IPC que en octubre retrocedió un 0,2% interanual y un índice subyacente, el general sin alimentos ni energía, que cedió un 0,5%. Los precios de Tokio de diciembre, que acostumbra a actuar de indicador adelantado, cayeron un 0,6% interanual. Tampoco llegan ayudas desde el sector exterior, con un déficit comercial que, en los últimos 12 meses hasta noviembre, alcanzó el récord de 6,5 billones de yenes, un 1,4% del PIB, según la estadística de aduanas, lastrado por la combinación de la debilidad exportadora con el repunte importador, aupado por la factura energética. En el haber, la balanza por cuenta corriente volvió a ser positiva en octubre y noviembre gracias al saldo de servicios.

En tiempos de crisis, creatividad monetaria

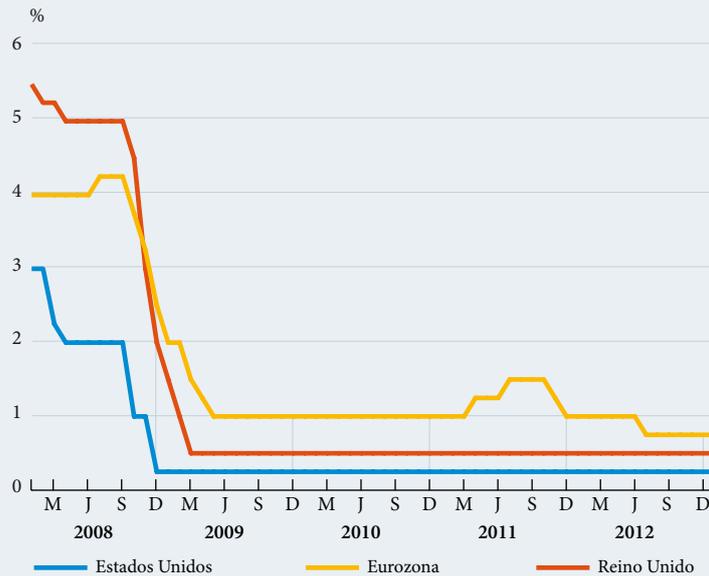
Dijo Einstein que «en tiempos de crisis, solo la imaginación es más importante que el conocimiento»; una máxima que, sin duda, han hecho suya los principales bancos centrales a ambos lados del Atlántico y Pacífico. La severidad de la crisis, la falta de apoyo desde el flanco fiscal y el escaso margen de maniobra por la vía tradicional les han empujado a buscar nuevas vías tanto para aplacar turbulencias financieras como para estimular sus debilitadas economías.

En circunstancias normales, ante la anemia económica o riesgos fundados de deflación –dejando aparte las turbulencias–, el comité de política monetaria recurriría a su caja de herramientas «convencionales» para cumplir con su precepto habitual: estabilidad de precios y, en determinados casos –como el de la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed)–, también un aceptable nivel de empleo. En esa caja, el instrumento principal es el tipo de interés de referencia a muy corto plazo: la Fed realiza operaciones de mercado abierto mediante la compra de deuda pública en el mercado secundario para influir en el tipo interbancario y acercarlo a dicha tasa de referencia; el BCE hace lo propio mediante subastas de fondos a corto plazo. De este modo, se pretende influir sobre una serie de metas intermedias (agregados monetarios y la curva de tipos de interés tanto en los mercados interbancarios como de deuda pública) para que, en última instancia, espoleen los objetivos últimos del banco central: empleo y/o precios.

Con todo, las circunstancias recientes distan mucho de ser normales. Para empezar, las tensiones financieras en el albor de la crisis truncaron el buen funcionamiento de los mercados de crédito, obligando a la mayoría de bancos centrales de las grandes economías avanzadas a ponerse el traje de prestamista de última instancia e inyectar

PROBLEMAS CON LOS INSTRUMENTOS CONVENCIONALES: TRAMPA DE LIQUIDEZ (ZERO LOWER BOUND)

Tipo de interés de referencia



FUENTE: Bancos centrales.

liquidez en el sistema bancario. Por otra parte, la magnitud y duración de la crisis empujaron a esos mismos bancos centrales a llevar el tipo de interés oficial prácticamente a cero, cerrando la posibilidad de mayores estímulos por esa vía y evidenciando las limitaciones de dicho instrumento como única herramienta de política monetaria. Es lo que se conoce como trampa de liquidez, circunstancia en la que la política monetaria convencional pierde su capacidad para influir sobre el ciclo económico.

A dicha trampa hay que añadirle otro infortunio: la rotura del canal de transmisión entre los instrumentos operativos y las mencionadas metas intermedias. Ni las masivas inyecciones de liquidez ni la laxitud de la política monetaria han conseguido destrabar dicho canal debido, en gran medida, a la persistencia de la disfunción en los mercados de crédito. Ello se atribuye, a su vez, a las dificultades del sistema financiero; la aversión al riesgo; unas expectativas económicas futuras excesivamente pesimistas; y a la necesidad del sector privado de desendeudarse –agravado todo ello, en el caso europeo, por el riesgo de convertibilidad–. Sin una fluidez adecuada de dicho canal, las medidas de política monetaria dejan de influir lo suficiente sobre sus objetivos finales; explicando, en parte, por qué las contundentes rebajas del tipo de interés a corto plazo no han surtido un mayor impacto sobre la actividad económica.

En esa disyuntiva, ante la excepcionalidad de la crisis y cuando las herramientas usuales de la política monetaria no están logrando su objetivo –porque se han agotado o porque no funcionan como deberían–, entra en escena una nueva batería de medidas «no convencionales». El uso del tamaño y composición del balance del banco central (*políticas de balance*), por un lado, y una cuidada comunicación de la estrategia de política monetaria a medio plazo (*forward policy guidance*), por otro, pasan a ser los instrumentos clave, tanto para enderezar la actividad como para combatir disfunciones financieras.

La razón de ser de ambas estrategias pende de la siguiente tesis: el tipo de interés que determina realmente las decisiones de gasto es el tipo de interés real (tipo nominal menos expectativas de inflación) a largo plazo. Por lo tanto, aun con el tipo de interés nominal a corto en cero, la política monetaria dispondría de margen para influir sobre la demanda agregada (y por ende, en precios y empleo) vía expectativas de inflación o vía tipo nominal a largo plazo⁽¹⁾. Un modo de lograr reducir el tipo de interés real mediante un empujón a las expectativas de inflación consiste en embarcarse, intencionadamente, en una conducta marcadamente expansiva, comprometiéndose, de forma creíble, a mantener el tipo de interés nominal bajo en el futuro. ¿Cómo? Mediante el anuncio de un objetivo de inflación suficientemente elevado durante un periodo prolongado de tiempo, o bien, reforzando ese compromiso inflacionista –que puede pecar de poca credibilidad– con una fuerte expansión del balance del banco central que, en cierta medida, le maniate, en el futuro. Parafraseando a Paul Krugman, la autoridad monetaria debe comprometerse a ser irresponsable y a resultar creíble.

Así pues, aunque ya es habitual que las autoridades monetarias expliciten tanto sus objetivos como sus intenciones de futuro, recientemente se detallan mucho más. Esta mayor minuciosidad de comunicación pretende modificar las expectativas del mercado para que confíen en que las tasas de interés prevalecerán bajas durante un periodo prolongado, lo que ayuda a reducir los tipos de interés reales a largo plazo. A modo ilustrativo, cuando la Fed anunció en agosto de 2011 que mantendría los tipos oficiales bajos hasta mediados de 2013, el mercado reaccionó con una bajada de la rentabilidad de los bonos del Tesoro a diez años de 20 puntos básicos –un efecto equivalente al que hubiera resultado de una rebaja del tipo de interés de referencia de 75 puntos básicos⁽²⁾.

Cómo no, también se ha recurrido a la segunda línea de intervención no convencional: la compra, por parte del banco central, de un amplio rango de activos financieros, a niveles sin precedentes. Estados Unidos ya lleva tres rondas de lo que se ha rebautizado como «*Quantitative Easing*» (QE), adquiriendo deuda pública y privada por un valor superior a los 2,4 billones de dólares. El Banco de Inglaterra (BoE) también ha optado generosamente por el QE, con un desembolso acumulado en torno a los 375.000 millones de libras. El BCE, por su parte, lleva compra de deuda pública y privada por un valor cercano a los 300.000 millones de euros.

Como resultado, el balance de los principales bancos centrales se ha expandido y modificado significativamente (véase gráfico siguiente). En relación con su tamaño precrisis, el del BoE ha sido el que más ha aumentado, más que triplicando sus activos ($\times 3,4$). Le sigue la Fed, que los ha multiplicado por tres, mientras que el BCE los ha duplicado. Y si bien comparten su apuesta por los nuevos instrumentos, las actuaciones de dichos bancos centrales revelan, asimismo, diferencias significativas. En tanto que los dos primeros implantaron aceleradamente la política de QE, el BCE lo hizo de forma mucho más gradual y moderada, recurriendo, en un principio, a instrumentos de los que ya disponía incluso antes de la crisis.

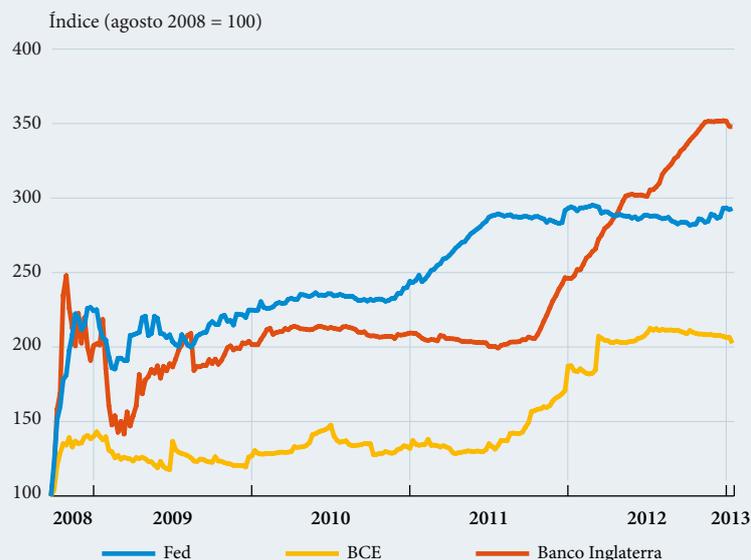
En definitiva, la actuación de los bancos centrales a lo largo de la crisis ha sido extraordinaria. Ante la urgencia y el cometido ineludible de ayudar a sus economías a reencauzar una senda de estabilidad y crecimiento, no han dudado en recurrir a medidas poco convencionales, a pesar de que la inexperiencia en su manejo plantea dudas relevantes (véanse recuadros «Política monetaria no convencional: una historia (inconclusa) de éxito (limitado)» y «Riesgos de una política monetaria en fase experimental», respectivamente). Tampoco han titubeado a la hora de desempeñar su función como prestamistas de última instancia, proveyendo la liquidez necesaria para evitar situa-

(1) Véase Noguera, M. (2011), «Deflación, tipos cero... y otras trampas», Informe Mensual, "la Caixa".

(2) Véase Chung *et al.* (2011), «Have We Underestimated the Likelihood and Severity of Zero Lower Bound Events?», Working Paper Series Federal Reserve Bank of San Francisco. Y Chung *et al.* (2005), «Do Actions Speak Louder Than Words? The Response of Asset Prices to Monetary Policy Actions and Statements», International Journal of Central Banking.

CRECEN LOS BALANCES DE LOS BANCOS CENTRALES

Balances



FUENTES: Bancos centrales y elaboración propia.

ciones de pánico financiero. Con todo, más allá de este impasse, puede que la crisis haya alterado el paradigma económico, obligando a replantearse los objetivos de política monetaria. Pero esto ya es otro tema (véase recuadro «Nuevos objetivos de política monetaria»).

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

China: superando las expectativas

China avanzó un robusto 7,9% interanual en el cuarto trimestre de 2012, por encima de las previsiones del consenso, aunque significativamente por debajo de las tasas del 10% a las que nos tenía acostumbrados. El crecimiento del conjunto de 2012 ascendió a un 7,8%, el menor aumento de los últimos trece años, aunque el dato supera las expectativas, afianza el gradual fortalecimiento de la economía china y nos lleva a contemplar un mayor crecimiento en 2013 (en torno al 8%) gracias a un efecto de base más favorable.

Y es que, desde el segundo trimestre del año, el gigante asiático no ha hecho sino reacelerar gradualmente su marcha. El punto más bajo del ciclo se dio en el primer trimestre de 2012, cuando la economía creció un escueto 1,5% con respecto al trimestre anterior. Desde entonces, los avances se han situado en torno al 2,0%. Así, podemos decir que el segundo trimestre del año fue el verdadero punto de inflexión.

Las políticas monetarias expansivas llevadas a cabo durante los tres primeros trimestres de 2012 –tres recortes en el tipo de interés oficial que suman un total de 56

China supera las expectativas con un avance del PIB del 7,9% interanual en el cuarto trimestre de 2012.

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 | Diciembre |
| PIB real | 10,5 | 9,3 | 8,9 | 8,1 | 7,6 | 7,4 | - | 7,9 | - |
| Producción industrial | 15,7 | 13,7 | 12,8 | 11,6 | 9,5 | 9,1 | 9,6 | 10,1 | 10,3 |
| Producción eléctrica | 14,0 | 10,9 | 8,9 | 6,5 | 1,2 | 2,1 | 7,1 | 8,0 | 7,2 |
| Precios de consumo | 3,3 | 5,4 | 4,6 | 3,8 | 2,8 | 1,9 | 1,7 | 2,0 | 2,5 |
| Balanza comercial (*) | 184 | 155 | 155 | 157 | 179 | 196 | 211 | 216 | 231 |
| Tipo de interés de referencia (**) | 5,81 | 6,56 | 6,56 | 6,56 | 6,31 | 6,00 | 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 | 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.

Los indicadores confirman la continuidad del avance chino.

puntos básicos hasta el presente 6%; numerosas bajadas en el coeficiente de caja; y mayores facilidades al crédito— tienen mucho que ver con ese gradual fortalecimiento de la economía asiática.

A pesar de esta progresiva reacceleración, los precios se han mantenido controlados. La inflación de diciembre subió hasta el 2,5% interanual, por encima del registro de noviembre, pero muy por debajo de la meta gubernamental del 4,0%. El repunte de diciembre tiene un carácter estacional, y se circunscribe al componente alimenticio, que pesa un tercio en la cesta de consumo.

Así pues, en un entorno como el actual, de clara mejoría, con un rebajado objetivo de crecimiento por parte del ejecutivo del país, en torno al 8% frente al 10% del pasado, y con unos precios relativamente estables, no prevemos significativos cambios en las políticas del banco central durante 2013.

En este sentido, los indicadores más recientes de actividad no hacen sino consolidar dicha mejora gradual del país. En particular, la producción industrial creció un 10,3% interanual en diciembre, por encima

del 10,1% de noviembre. Igualmente, las ventas al por menor avanzaron un 15,2% interanual en términos nominales, por encima del promedio anual del 14,0%. Por su parte, la inversión acumulada en capital fijo urbano siguió aumentando a tasas en torno al 20% en el acumulado de enero a diciembre.

En el frente exterior, las exportaciones volvieron a repuntar después de un mes de noviembre marcado por la decepción en términos comerciales, lo cual deja claro que los flujos de intercambios sufren de una fuerte volatilidad mes a mes y, por tanto, en general, es mejor analizar periodos más largos. De este modo, para el total del año las exportaciones han avanzado un robusto 7,9% nominal y el crecimiento de las importaciones se ha situado en el 4,3%. Si distinguimos por zonas, las exportaciones a Estados Unidos y los países del ANSA (Asociación de Naciones del Sudeste Asiático) han crecido por encima del total. Por el contrario, las exportaciones a Europa, que suponen un 16% del total de exportaciones, han retrocedido un 6%. No cabe duda que la recaída en recesión de la eurozona es un lastre para sus socios comerciales, incluido China.

Las exportaciones chinas vuelven a repuntar en diciembre.

Brasil: cautela monetaria

Aunque el contexto económico es de debilidad económica, la inflación continúa fuerte. El índice de precios de consumo (IPC) de diciembre se aceleró del 5,5% interanual hasta el 5,8%, ayudado tanto por el componente alimentario como por la rigidez de los precios de los servicios, sintomático de los problemas de carácter estructural de que adolece la primera economía de América Latina.

A pesar de la falta de moderación del IPC, cuyo avance se sitúa más de un punto porcentual por encima de la meta central del Comité de Política Monetaria (4,5%) y lo acerca al límite superior del rango objetivo, la autoridad monetaria decidió no tocar el tipo de interés de referencia (SELIC) en enero. Tras un largo periodo de relajación monetaria en el que la tasa SELIC pasó de los 12,5% en agosto de 2011 hasta el mínimo histórico actual del 7,25%, esta decisión ratifica, una vez más, la flexibilidad con la que el Banco Central maneja su mandato de estabilidad de precios. En palabras de la propia autoridad monetaria, la lenta y débil recuperación de

la economía brasileña –con un crecimiento que no se espera que supere el 1% en 2012–, así como la complejidad de la situación internacional, son factores que han pesado enormemente en la decisión de mantener el tipo de interés oficial a pesar de los riesgos inflacionistas. En esta línea, no prevemos cambios en la tasa SELIC a lo largo de 2013.

Siguiendo con los precios, la indexación del salario mínimo –que en 2012 subió un 14% en línea con el PIB nominal– refleja algunas de las limitaciones estructurales a las que aludíamos anteriormente. Así, las inversiones previstas para mejorar las infraestructuras portuarias del país o la reducción de las tasas energéticas prometidas para inicios de 2013, entre otras medidas, pueden contribuir a aliviar algunas de dichas limitaciones.

De hecho, dicha bajada en las elevadas tasas energéticas coincide con los renovados miedos a una nueva crisis energética como la que afectó el país en 2001 y se llevó consigo buena parte de la popularidad del entonces presidente del país Fernando Henrique Cardoso. A esos miedos ha con-

El Banco Central de Brasil mantiene tipos a pesar de que la inflación, del 5,8% en diciembre, se mantiene por encima del objetivo central.

La sequía despierta el fantasma de la crisis energética.

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 | Diciembre |
| PIB real | 7,6 | 2,7 | 1,4 | 0,7 | 0,4 | 1,0 | – | ... | – |
| Producción industrial | 10,6 | 0,4 | –2,0 | –3,6 | –4,3 | –2,3 | 0,6 | –1,3 | ... |
| Confianza del consumidor (*) | 116,9 | 113,2 | 113,2 | 113,2 | 113,4 | 113,2 | 116,4 | 117,0 | 115,2 |
| Tasa de paro (**) | 6,7 | 6,0 | 5,2 | 5,8 | 5,9 | 5,4 | 5,3 | 4,9 | ... |
| Precios de consumo | 5,0 | 6,6 | 6,7 | 5,8 | 5,0 | 5,2 | 5,5 | 5,5 | 5,8 |
| Balanza comercial (***) | 20,1 | 29,8 | 29,8 | 29,1 | 23,9 | 22,4 | 21,7 | 21,0 | 19,4 |
| Tipo de interés SELIC (%) | 10,00 | 11,79 | 11,00 | 9,75 | 8,50 | 7,50 | 7,25 | 7,25 | 7,25 |
| Reales por dólar (*) | 1,78 | 1,63 | 1,86 | 1,83 | 2,01 | 2,03 | 2,03 | 2,14 | 2,05 |

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.

En un entorno de moderación de la inflación, Banxico establece una pausa monetaria.

tribuido, en buena medida, la sequía que ha azotado el país en la estación de verano y que ha reducido significativamente las reservas de agua en las estaciones hidroeléctricas, que generan más del 70% de la energía eléctrica del país. Con todo, las numerosas inversiones en centrales termoeléctricas –que usan gas natural– durante la década de los 2000, junto a las recientes lluvias, alejan el fantasma de una nueva crisis de este tipo.

En lo relativo a la actividad, los últimos indicadores siguen esbozando moderación. Los datos de ventas minoristas de noviembre revalidaron la resistencia del consumidor interno, pero esta no será suficiente para asegurar un repunte considerable de las tasas de avance del país. Para ello será necesario una clara mejora del componente de inversión. Además, la reciente debilidad del crédito al consumo amenaza la tendencia positiva del consumo de los hogares. Veremos cómo evolucionan estos indicadores en los próximos meses.

La demanda interna seguirá apoyando el crecimiento en 2013.

México: pausa en tipos, avance en reformas

La inflación volvió a moderarse en diciembre, situándose en el 3,6%, muy por debajo del 4,2% de noviembre y dentro del rango objetivo de Banxico (del 3% \pm 1%) por primera vez desde mayo de 2012. En este entorno, no sorprendió la decisión del Banco Central de mantener sin cambios el tipo de interés de referencia, en el 4,5% desde mediados de 2009. Lo que sí sorprendió fue el mensaje más acomodaticio que se desprendió de su comunicado. Así pues, en un escenario en el que la inflación se mantiene controlada y el crecimiento se desacelera levemente, el anuncio de la autoridad monetaria reafirma la señal de contención monetaria en 2013.

Lo que no está en modo de pausa es el ambicioso plan de reformas acordado en el Pacto por México, que aunó la firma de los principales partidos políticos del país. En el ámbito energético, las propuestas ya es-

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 | Diciembre |
| PIB real | 5,3 | 3,9 | 3,9 | 4,9 | 4,4 | 3,3 | - | ... | - |
| Producción industrial | 6,1 | 4,0 | 4,1 | 4,0 | 4,0 | 3,9 | 2,0 | 3,2 | ... |
| Confianza del consumidor (*) | 86,3 | 91,7 | 90,3 | 94,1 | 96,4 | 96,8 | 94,9 | 94,2 | 99,0 |
| Índice avanzado de actividad (*) | 116,8 | 121,6 | 123,7 | 125,0 | 126,0 | 126,8 | 126,8 | ... | ... |
| Tasa de paro (**) | 5,4 | 5,2 | 4,8 | 5,0 | 4,8 | 5,1 | 5,0 | 5,1 | 4,5 |
| Precios de consumo | 3,9 | 3,2 | 3,5 | 3,9 | 3,9 | 4,6 | 4,6 | 4,2 | 3,6 |
| Balanza comercial (***) | -3,0 | -1,5 | -1,5 | -1,6 | -1,3 | 1,4 | 0,3 | -0,8 | -0,8 |
| Tipo de interés oficial de Banxico (%) | 4,50 | 4,50 | 4,50 | 4,50 | 4,50 | 4,50 | 4,50 | 4,50 | 4,50 |
| Pesos mexicanos por dólar (*) | 12,33 | 11,90 | 13,94 | 12,81 | 13,43 | 12,87 | 13,09 | 12,92 | 12,98 |

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.

tán en marcha y el Partido de la Revolución Democrática (PRD) ya ha presentado un plan en el que desaconseja una apertura de Pemex –la empresa petrolífera estatal– a capital privado, al menos en ciertas áreas de explotación. La reforma sí aboga, en cambio, a favor de modificaciones en el sistema de precios y subsidios actual, con la finalidad de que reflejen mejor el coste real de la energía.

En lo relativo a la reforma laboral –que pretende aumentar la flexibilidad del mercado– y la reforma educativa –que, entre otras cosas, elimina la práctica habitual de heredar o incluso vender las posiciones de maestro–, ambas aprobadas a finales de 2012, el Gobierno ya ha topado con los primeros conflictos de la mano del poderoso Sindicato Nacional de Trabajadores de la Educación (SNTE). Y es que, si bien la voluntad de acuerdo es generalizada en todas las fuerzas políticas, veremos en qué quedan los ambiciosos planes reformistas del presidente Enrique Peña Nieto una vez pasen por el filtro del consenso político y social.

Por último, y en este contexto de moderación inflacionista y planes reformistas, algunos de los indicadores de actividad confirman la fortaleza de la demanda interna, en particular, del consumo. Así, el índice de confianza del consumidor subió en diciembre y siguió con su tendencia positiva, mostrando tanto la resistencia de dicho consumo interno como una posible reacceleración a lo largo de 2013. Tal y como ocurrió en el tercer trimestre de 2012, el consumo continuará apoyando el crecimiento del país. Esta solidez de la demanda es muy importante ante los riesgos que todavía imponen la incertidumbre fiscal en Estados Unidos, su principal socio comercial, y la crisis de la eurozona.

El petróleo se encarece y muestra un fondo de resistencia

El petróleo se aprecia. Entre el 21 de diciembre y el 22 de enero el precio del crudo ganó un 3,1%, quedándose en los 112,20 dólares por barril (calidad Brent, para entregas a un mes). El petróleo muestra así un fondo de resistencia por encima de la referencia de los 100 dólares y se sitúa un 2,3% por encima del nivel de inicios de 2013.

La debilidad de la demanda global queda compensada por la reactivación gradual de la economía china. Así, la Agencia Internacional de la Energía revisó ligeramente al alza su estimación de la demanda global de crudo apoyada en una mayor previsión de apetencia de China, Estados Unidos y Brasil. Más a largo plazo, los posibles efectos bajistas de la obtención de crudo por *fracking* en Estados Unidos pueden verse compensados por la reducción de la producción en el Mar del Norte.

Entre el resto de las materias primas, también predominaron las subidas. Así, el índice CRB ganó un 1,0% entre el 21 de diciembre y el 22 de enero. Si el oro tuvo una ganancia moderada que lo dejó en los 1.693 dólares por onza, los metales preciosos de usos industriales tuvieron alzas más sustanciales, destacando el 10,0% del platino. Los metales básicos siguieron beneficiándose del tono mejorado de la economía china aunque, en la última semana, primó la recogida de beneficios. El hierro y el cobre se apreciaron un 6,8% y 3,8%, respectivamente, mientras que el aluminio retrocedió un 5,6%. Los alimentos, tuvieron una tímida reacción alcista tras los descensos por la buena cosecha brasileña. El trigo se apreció un 1,7%, y el café un 4,1%, pero el azúcar cedió un 4,2%.

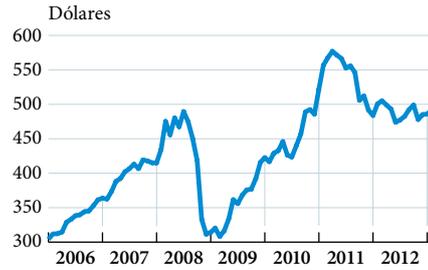
El petróleo sube hasta los 112,2 dólares por barril.

La gradual recuperación de las demandas china, estadounidense y brasileña encarece el petróleo.

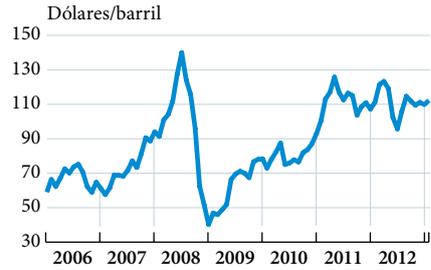
Alzas sustanciales de los metales preciosos de usos industriales.

EVOLUCIÓN DE MATERIAS PRIMAS SELECCIONADAS (*)

Índice CRB



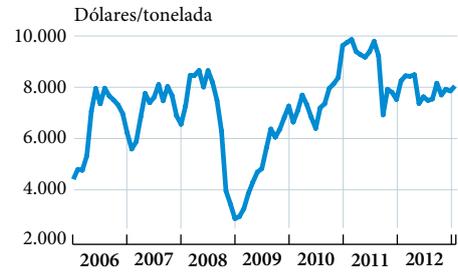
Petróleo Brent



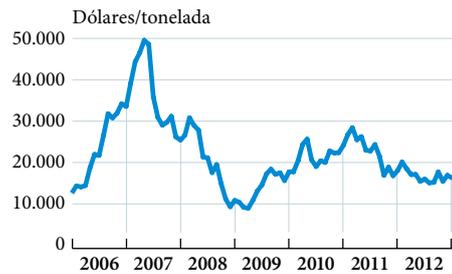
Oro



Cobre



Níquel



Trigo



NOTA: (*) Datos correspondientes al último día del mes (último dato, 22 de enero).
FUENTES: *The Economist*, Thomson Reuters Datastream y elaboración propia.

UNIÓN EUROPEA

La recesión podría haber tocado fondo en el cuarto trimestre

Según los indicadores de actividad de alta frecuencia, la zona del euro incrementó ligeramente su ritmo de contracción durante el cuarto trimestre de 2012 respecto al periodo anterior, que fue del 0,1% intertrimestral. El índice de producción industrial de noviembre, por ejemplo, retrocedió un 3,5% interanual, arrastrado una vez más por la caída en la producción de bienes duraderos. También las ventas al por menor de noviembre registraron un retroceso notable, del 2,6% interanual. Como ya se ha venido observando en los últimos trimestres, la caída de la actividad se debe a la debilidad de la demanda interna, mientras que el sector exterior mantiene el dinamismo.

Según la oficina de estadística alemana, la economía germana, que representa cerca del 36% del total de la zona del euro, se contrajo un 0,3% intertrimestral en el tramo final del año pasado, lo que supone la mayor caída desde 2009. De esta forma, el avance del PIB se quedó en un tímido 0,9% en 2012. Para la economía española, que representa el 15% de la eurozona, el crecimiento intertrimestral fue del -0,7%, lo que sitúa la tasa de crecimiento para el conjunto del año en el -1,4%. A pesar de que aún no se conocen los datos para el resto de países de la zona del euro, es muy probable que la mayoría de ellos experimentara una contracción del PIB en el cuarto trimestre.

Sin embargo, los indicadores adelantados de actividad de la zona del euro del primer

La economía europea continúa contrayéndose en el cuarto trimestre de 2012.

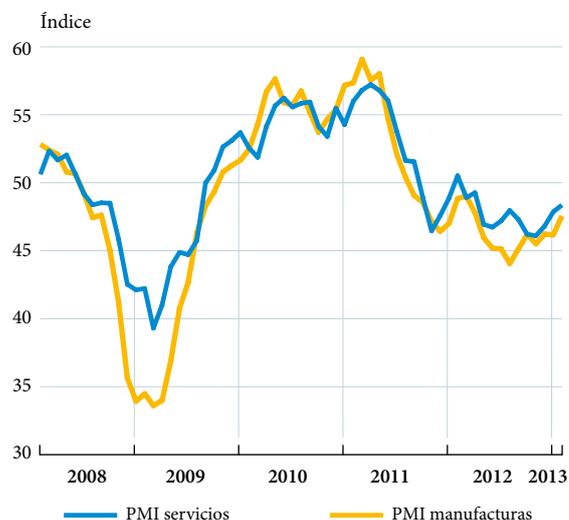
El PIB alemán retrocede un 0,3% en el último trimestre.

LOS INDICADORES ADELANTADOS DE ENERO SE RECUPERAN DE UNOS NIVELES MUY BAJOS

Confianza del consumidor



Índices PMI



FUENTES: Comisión Europea y Markit Economics Limited.

La confianza del consumidor recupera el terreno perdido en los últimos 6 meses.

trimestre de 2013 apuntan a que esta tendencia podría estar cambiando. En enero, la confianza del consumidor sorprendió con un sustancial aumento de 2,4 puntos, hasta los -23,9, lo que representa el valor más alto de los últimos 6 meses. Además, el índice de gestores de compras (PMI) también aumentó en los últimos meses, tanto para el conjunto de la zona del euro como para Alemania.

En concreto, el índice PMI compuesto de la zona del euro en el mes de enero se situó en los 48,2 puntos, lo que representa el valor más alto alcanzado en los últimos 10 meses, pero aún por debajo del valor 50, lo que indica contracción. Esta mejoría del índice compuesto se debe tanto al incremento del componente del sector servicios como del sector manufacturero, que se situaron en los 48,3 puntos y los 47,5 puntos, respectivamente. En Alemania, destaca el incremento del índice PMI del sector servicios, que alcanzó los 55,3 puntos, lo que supone su nivel máximo en los últimos 19 meses. También ascendió, aunque en menor medida, el índice del sector manufacturero.

Asimismo, el índice empresarial alemán Ifo también experimentó un incremento en el mes de diciembre, situándose en los 102,4 puntos, el nivel más alto desde el mes de julio. Esta mejora de los indicadores adelantados sugiere que la recesión de la zona del euro está menguando, y se podría estar iniciando el camino hacia la recuperación.

Sin embargo, esta tendencia alcista de los indicadores adelantados todavía no es suficiente para asegurar tasas de crecimiento positivas, pues aún se encuentran en niveles muy bajos. Además, no todos los países muestran un comportamiento similar. En particular, los indicadores de la economía francesa experimentaron un intenso retroceso, tanto en diciembre como en enero. Destaca la caída del índice PMI del sector manufacturero, que en enero se sitúa en los 42,9 puntos, una cota claramente inferior al promedio del cuarto trimestre, que fue de 44,3. Ello pone en evidencia que el proceso de recuperación económica no es un fenómeno generalizado en todos los países de la zona del euro, lo que hace que sea muy frágil.

Los indicadores adelantados señalan un posible cambio de tendencia en el primer trimestre.

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 | Diciembre |
| PIB | 2,0 | 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 | 1,2 | 0,2 | 0,1 | 0,0 | - | ... | - |
| <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 | -3,2 | -2,6 | ... |
| Confianza del consumidor (*) | -14,2 | -14,6 | -20,6 | -20,0 | -19,7 | -24,0 | -25,7 | -26,9 | -26,5 |
| Producción industrial | 7,4 | 4,6 | -0,3 | -1,8 | -2,3 | -2,2 | -3,3 | -3,7 | ... |
| Sentimiento económico (*) | 100,5 | 101,0 | 93,6 | 94,1 | 91,1 | 86,4 | 84,3 | 85,7 | 87,0 |
| Índice de actividad empresarial Ifo (*) | 107,8 | 111,3 | 106,9 | 109,2 | 107,2 | 102,3 | 100,0 | 101,4 | 102,4 |

NOTA: (*) Valor.

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

Así, preveemos que el PIB de la eurozona iniciará una senda de crecimiento lenta pero sostenida a lo largo de 2013, creciendo un 0,1% para el conjunto del año. Esta previsión está en línea con las nuevas previsiones del Fondo Monetario Internacional (FMI). En su informe del mes de enero, el FMI pronostica un crecimiento del -0,2% para 2013 y del 1,0% para 2014, lo que supone tres y una décimas menos, respectivamente, que sus previsiones anteriores del mes de octubre. Además, el FMI advierte que, a pesar de que en 2012 se evitó el colapso de la economía europea, existen riesgos a la baja en esta previsión. En particular, se señala que el principal riesgo es que se produzca un prolongado periodo de estancamiento si no se impulsan las reformas iniciadas.

En definitiva, la recesión en la zona del euro podría haber tocado fondo en el cuarto trimestre. Sin embargo, el clima económico sigue débil y el equilibrio sobre el que se sustenta la recuperación es aún muy frágil. Desde finales de 2012, la relativa estabilidad de los mercados financieros está ayudando a que el proceso de ajuste de los países de la periferia europea pueda hacerse de forma menos apresurada. Sin embargo, ello no debería conllevar una relajación en los esfuerzos necesarios para lograr un reequilibrio de las cuentas públicas ni en la consecución de la agenda de reformas. Ambas son condiciones imprescindibles para sentar las bases de un crecimiento sostenido y equilibrado en el largo plazo.

El FMI revisa a la baja sus previsiones de crecimiento para la eurozona.

Política monetaria no convencional: una historia (inconclusa) de éxito (limitado)

La crisis financiera y económica que empezó en 2007 ha sido la más profunda desde la Gran Depresión de los años treinta. En algunos momentos, la pesadilla de una reedición de aquel drama social tuvo visos de realismo. Por fortuna no ha sido así, en buena medida gracias a la gestión de la política monetaria por parte de los principales bancos centrales del mundo. No obstante, ello no ha sido suficiente para impedir una fase de lento crecimiento y elevado desempleo.

Durante estos últimos años, las autoridades monetarias se han enfrentado a dos graves problemas. En primer lugar, las formidables oleadas de turbulencias financieras iniciadas con la crisis de las hipotecas *subprime*. Estas disfunciones de los mercados financieros han entorpecido el normal funcionamiento de los canales de transmisión de la política monetaria convencional, forzando el despliegue de un amplio abanico de «medidas de apoyo a la liquidez» por parte de los bancos centrales. En segundo lugar, el tipo de interés oficial, que es el instrumento básico de dicha política convencional, alcanzó el límite inferior natural del 0% sin que se apreciaran signos de alivio en las preocupantes dinámicas recesivas y deflacionistas. Este agotamiento ha incentivado la búsqueda de vías adicionales de estímulo, abriendo paso a las «compras de activos a gran escala» (LSAP, por sus siglas en inglés) y a la reformulación de las «políticas de comunicación» (*forward guidance*)⁽¹⁾. La Reserva Federal (Fed) y el Banco Central Europeo (BCE) han sido protagonistas destacados de esta historia, tanto por la importancia de las economías sobre las que actúan como por la naturaleza de las medidas que han aplicado.

En la primera fase de la crisis –entre el verano de 2007 y el otoño de 2008– la Fed y el BCE se centraron en las medidas de apoyo a la liquidez, a la vez que recortaban con paso firme los tipos de interés oficiales. El rol de pres-

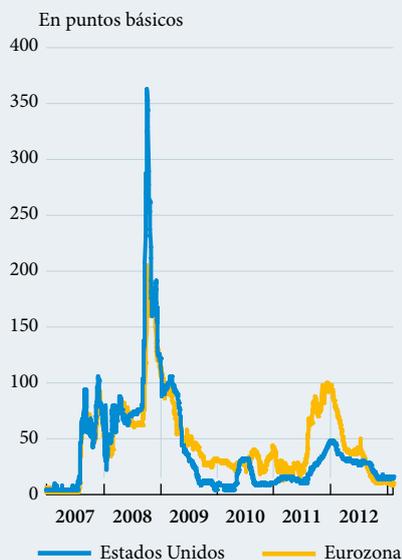
(1) Para más detalle, véase el recuadro «En tiempos de crisis, creatividad monetaria» de este volumen.

tamista de última instancia se amplió mucho más allá de lo convencional, alcanzando límites insospechados tras el tremendo *shock* que supuso la quiebra de Lehman Brothers. El propósito fue reabrir (o suplantar transitoriamente) los flujos de financiación en numerosas parcelas del sistema financiero. La circunstancia de que dicho sistema esté basado en los mercados de capitales en el caso de Estados Unidos, mientras que el de la eurozona está centrado en los bancos, es la razón básica de que los programas de la Fed se dirigieran a intervenir directamente en los mercados y los del BCE a proporcionar liquidez a los bancos. Se ha acumulado una amplia evidencia empírica sobre el elevado grado de eficacia de los múltiples programas que la Fed puso en marcha con carácter específico y temporal. Cabe destacar los siguientes: CPFF (enfocado al mercado de papel comercial), MMIFF (fondos monetarios), PDCF (*primary dealers*) y TALF (mercado de titulizaciones). Por su parte, el BCE también actuó con determinación y celeridad: modificó el procedimiento de suministro de liquidez a los bancos para hacerlo ilimitado (la denominada «barra libre»), extendiendo los plazos y relajando los requisitos de garantía. Estas actuaciones evitaron la debacle que hubiera supuesto una eventual cadena de colapsos de entidades, fruto del bloqueo de los mercados mayoristas y/o del pánico de los depositantes. De hecho, progresivamente la calma fue retornando a los mercados, lo que supuso un logro notable de cara al objetivo de asegurar la estabilidad financiera.

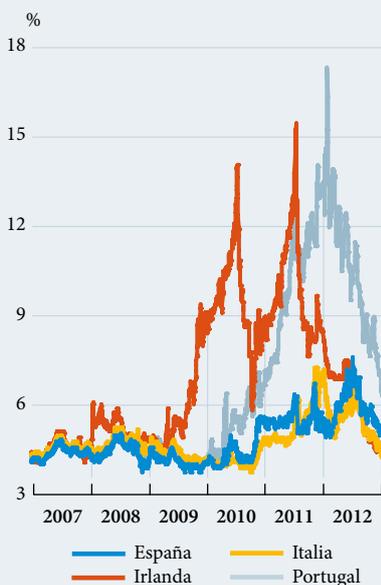
En el tránsito de 2008 a 2009 comienza una segunda fase de la crisis que todavía está vigente, caracterizada por la necesidad de reactivar el crecimiento económico y evitar la deflación, en un contexto de descenso de los precios inmobiliarios, despalancamiento forzado, incertidumbre elevada y rebrotes recurrentes de inestabilidad en los mercados financieros (esta vez con epicentro en la eurozona). Para afrontar este desafío, los bancos centrales ampliaron el arsenal de medidas no convencionales. Si bien los objetivos eran similares, las medidas han diferido en función del marco legal e institucional de cada banco central. La Reserva Federal se ha adentrado sin muchos remilgos en el ámbito de las LSAP y ha modificado en varias ocasiones sus fórmulas de comunicación. El BCE ha optado por medidas a medio camino entre el «apoyo a la liquidez» y las LSAP.

LA POLÍTICA MONETARIA NO CONVENCIONAL HA SIDO IMPORTANTE EN LA ESTABILIZACIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS Y ATAJANDO EL RIESGO DE DEFLACIÓN

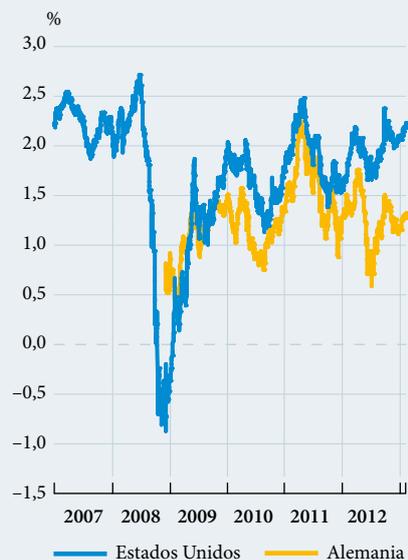
Diferencial entre tipo interbancario y Overnight Indexed Swap a tres meses



Yields de la deuda pública a 10 años



Inflación implícita en bonos indexados a la inflación a 10 años



FUENTE: Bloomberg.

La Fed ha ejecutado diversas rondas de compras de bonos del Tesoro y de las agencias hipotecarias, encaminadas a presionar al alza sus cotizaciones y esperando que el impacto alcista se transmita, a través de distintos canales, a los precios del resto de activos financieros (bonos corporativos, acciones, monedas extranjeras, etc.), promoviendo así la relajación de las condiciones financieras para el conjunto de agentes económicos, lo que a su vez debería incidir favorablemente sobre la economía real. La evidencia empírica muestra que estos efectos se han producido. En concreto, se estima que la intervención de la Fed ha reducido las rentabilidades de la deuda a medio y largo plazo en un rango comprendido entre los 70 y los 150 puntos básicos. Si bien las estimaciones son estadísticamente significativas, hay que tener presente que existen otros factores que han presionado las rentabilidades a la baja –como la aversión al riesgo de los inversores– muy difíciles de controlar a la hora de realizar los cálculos. Estos análisis también ponen de manifiesto que se ha producido un contagio positivo hacia otros activos de riesgo, principalmente los bonos corporativos y los índices bursátiles. Los estudios que analizan el efecto sobre las variables macroeconómicas presentan más discrepancias en los resultados obtenidos. En conjunto, detectan la existencia de un impacto positivo pero modesto sobre el PIB y el empleo, así como alcista sobre la inflación esperada y materializada. Además, es importante considerar que la incidencia de las LSAP es transitoria, y que sucesivas rondas tienen un impacto cada vez menor. De hecho, algunos economistas consideran que sus efectos no actúan tanto vía precios de los activos como a través de modificar las expectativas de los agentes, y en este sentido son un sucedáneo de la política de comunicación. En este último ámbito, la Fed ha recibido, no sin parte de razón, críticas por las erráticas fórmulas que ha ido ensayando, que en ocasiones han introducido más confusión que claridad.

El BCE se ha mostrado más prudente que la Fed en esta segunda fase, pero no por ello menos efectivo. A diferencia de otros bancos centrales, el BCE considera que las medidas no convencionales son un complemento de las decisiones de tipos de interés y deben estar supeditadas al mandato de estabilidad de precios. La institución califica sus actuaciones como medidas de «apoyo reforzado al crédito» (*Enhanced Credit Support*) y las justifica por la necesidad de despejar el canal de transmisión de la política monetaria. No obstante, la irrupción de la crisis de deuda soberana en la periferia de la eurozona dinamizó casi por completo dicha transmisión, al inducir un proceso de fragmentación profunda de los mercados financieros entre centro y periferia. El BCE respondió con un encomiable grado de pragmatismo y acierto, yendo más allá de las medidas de apoyo a la liquidez y acercándose al terreno de las compras de activos. En mayo de 2010, con la creación del *Securities Market Program* (SMP), se dio un primer paso para contener las fricciones. En el verano de 2012 se aumentó la apuesta con el anuncio del programa *Outright Monetary Transactions* (OMT), que ha propiciado una espectacular reducción de las primas de riesgo de la deuda soberana y bancaria de los países periféricos.

En suma, los principales bancos centrales han demostrado capacidad de innovación y gran determinación ante los retos que han ido presentándose, consiguiendo unos resultados satisfactorios. Se diría que aprendieron las lecciones de algunos desafortunados episodios históricos, cuando errores de juicio y una subestimación del poder de los instrumentos a su disposición derivaron en situaciones económicas penosas. Pero, por ello mismo, conviene ahora estar atentos⁽²⁾ a que los errores no se cometan en la fase de normalización, de modo que el epílogo pendiente de esta historia se salde también con éxito.

(2) Véase el recuadro «Riesgos de una política monetaria en fase experimental», de este mismo volumen.

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

La tasa de paro aumenta una décima en noviembre, hasta el 11,8%.

La debilidad económica hace mella en el mercado de trabajo

La crisis económica de la zona del euro sigue pesando sobre el mercado de trabajo. La tasa de paro de la zona del euro se incrementó de nuevo una décima en noviembre, hasta el 11,8%, un nivel 4,5 puntos más elevado que su mínimo histórico registrado en marzo de 2008.

Asimismo, los resultados de la encuesta de la Comisión Europea sobre la intención de contratar trabajadores en los próximos tres meses en el sector de servicios muestran una contracción más acusada en el cuarto trimestre que la acaecida durante el periodo anterior. En efecto, este índice cayó 16 décimas en el último trimestre del año hasta un valor negativo de 5,5 puntos. También se observa un deterioro, aunque de menor magnitud, en las expectativas de contratación en el sector manufacturero y del comercio al por menor.

No obstante, la lectura de este indicador en el mes de diciembre es algo más optimista

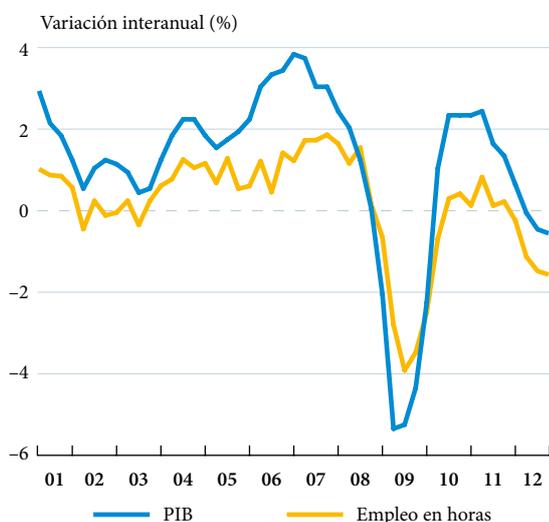
y apunta a un cambio de tendencia en la evolución del empleo. Así, el índice recuperó un punto y tres décimas en el sector manufacturero y el de servicios, respectivamente (véase tabla siguiente). De esta forma, el mercado laboral en la zona del euro cierra un mal 2012 con un dato relativamente positivo que sugiere que el ritmo de deterioro de la ocupación podría estar tocando fondo. El hecho de que los indicadores de actividad como, por ejemplo, el índice PMI de manufacturas, estén empezando a ganar terreno también ayuda a sostener un discurso más esperanzador.

La debilidad del mercado de trabajo en este último año ha contribuido a que las presiones salariales en la zona del euro hayan sido más moderadas que durante 2011, una etapa en la que la situación laboral fue ligeramente más favorable gracias al repunte de la economía. Así pues, a pesar de que la remuneración por asalariado aumentó dos décimas en el tercer trimestre de 2012, hasta el 1,8% interanual, esta cifra fue inferior al 2,2% observado, en promedio, en 2011.

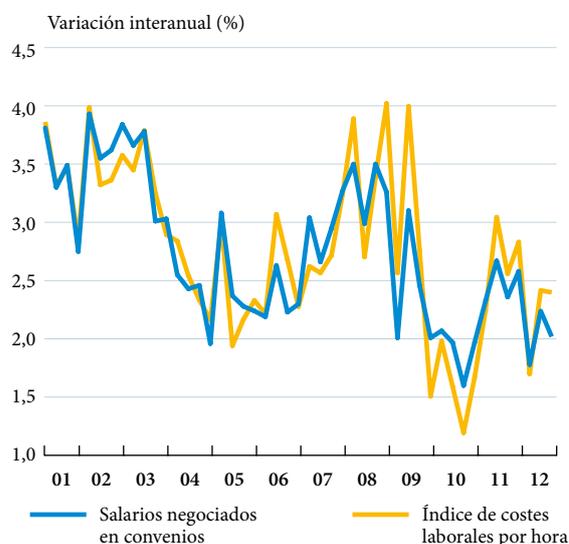
El crecimiento de la remuneración de los asalariados se sitúa en el 1,8% interanual en el tercer trimestre.

SE MANTIENE LA CONTENCIÓN DE LOS COSTES LABORALES EN LA ZONA DEL EURO

Indicadores de empleo y PIB



Indicadores de costes laborales



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 | 2012 | 2012 | | | | | | |
|---|------|------|------|------|------|-------|-------|---------|-----------|-----------|
| | | | | I | II | III | IV | Octubre | Noviembre | Diciembre |
| Empleo | | | | | | | | | | |
| Personas | -0,5 | 0,3 | ... | -0,5 | -0,7 | -0,7 | ... | - | ... | - |
| Horas | 0,0 | 0,2 | ... | -1,2 | -1,5 | -1,6 | ... | - | ... | - |
| Expectativas de creación de empleo (*) | | | | | | | | | | |
| Manufacturas | -7,7 | 2,6 | -9,0 | -3,7 | -7,1 | -12,3 | -13,1 | -13,6 | -13,3 | -12,3 |
| Servicios | 1,5 | 6,3 | -2,3 | 3,0 | -2,9 | -3,9 | -5,5 | -5,7 | -5,5 | -5,2 |
| Costes laborales unitarios por países | | | | | | | | | | |
| Zona del euro | -0,7 | 0,9 | ... | 1,5 | 1,3 | 1,5 | ... | - | ... | - |
| Alemania | -1,0 | 1,3 | ... | 2,4 | 2,5 | 2,5 | ... | - | ... | - |
| Francia | 0,7 | 1,6 | ... | 2,3 | 1,9 | 1,7 | ... | - | ... | - |
| Italia | -0,5 | 0,8 | ... | 1,1 | 0,9 | 2,3 | ... | - | ... | - |
| España | -2,0 | -1,5 | ... | -1,7 | -3,3 | -3,0 | ... | - | ... | - |
| Tasa de paro por países (**) | | | | | | | | | | |
| Zona del euro | 10,1 | 10,2 | ... | 10,9 | 11,3 | 11,5 | ... | 11,7 | 11,8 | ... |
| Alemania | 7,1 | 5,9 | ... | 5,6 | 5,5 | 5,5 | ... | 5,4 | 5,4 | ... |
| Francia | 9,7 | 9,6 | ... | 10,0 | 10,2 | 10,3 | ... | 10,4 | 10,5 | ... |
| Italia | 8,4 | 8,4 | ... | 10,0 | 10,5 | 10,6 | ... | 11,1 | 11,1 | ... |
| España | 20,1 | 21,7 | ... | 23,8 | 24,7 | 25,6 | ... | 26,2 | 26,6 | ... |

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.

Otra manera de evaluar si cambios en la actividad económica se reflejan en ajustes salariales es observando la variación de los salarios negociados en convenio (véase gráfico anterior). Estos aumentaron un 2,0% interanual en el tercer trimestre de 2012, un nivel bastante inferior al 2,5% registrado en el conjunto de 2011. Esta mayor contención salarial también se manifiesta en el índice de coste laboral, cuya tasa de crecimiento interanual en el tercer trimestre fue del 2,1%, alrededor de medio punto inferior a la anotada en 2011. Durante el 2013 se espera que esta moderación salarial continúe en consonancia con una senda de recuperación muy gradual de la economía. Ello debería ayudar a ganar competitividad al conjunto de la zona del euro.

Estabilidad de precios en la eurozona

La evolución de los precios sigue sin generar titulares, y eso es bueno. Si el objetivo a medio plazo del Banco Central Europeo (BCE) es mantener el crecimiento del índice de precios de consumo (IPC) cercano pero por debajo del 2%, puede considerarse que el banco emisor ha conseguido su objetivo en circunstancias muy adversas. Aunque para el conjunto del año 2012 la media de la inflación de la eurozona fue del 2,5% interanual, a finales de diciembre el IPC ya se situaba en el 2,2%, repitiendo el registro del mes de anterior. La inflación, por lo tanto, se mantiene en niveles razonables a pesar de que en los últimos meses en varios países de la eurozona se

La inflación en la eurozona se mantiene en 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 | 2012 | | | | | | |
|---|------|------|------|-----|-----|-----|---------|-----------|-----------|
| | | | IV | I | II | III | Octubre | Noviembre | Diciembre |
| Zona del euro | | | | | | | | | |
| IPCA | 1,6 | 2,7 | 2,9 | 2,7 | 2,5 | 2,5 | 2,5 | 2,2 | 2,2 |
| IPCA subyacente | 1,0 | 1,7 | 2,0 | 1,9 | 1,8 | 1,7 | 1,6 | 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 | 2,0 |
| Francia | 1,7 | 2,3 | 2,6 | 2,6 | 2,3 | 2,3 | 2,1 | 1,6 | 1,5 |
| Italia | 1,7 | 2,9 | 3,8 | 3,6 | 3,6 | 3,4 | 2,8 | 2,6 | 2,6 |
| España | 2,0 | 3,1 | 2,7 | 1,9 | 1,9 | 2,8 | 3,5 | 3,0 | 3,0 |

FUENTE: Thomson Reuters Datastream.

La mejora de la competitividad y el aumento de la demanda de los países en desarrollo impulsan las exportaciones.

han subido de forma considerable los impuestos indirectos.

Ello se debe, en gran medida, a la persistente debilidad de la demanda. La evolución de la inflación subyacente, excluidos los precios de la energía y la alimentación, es una buena muestra de ello: por cuarto mes consecutivo se mantuvo en el 1,6% interanual. De hecho, durante todo el año 2012 permaneció por debajo del 2%.

Por componentes del gasto, la rúbrica que contribuyó más al alza de la inflación en 2012 fue la electricidad, que aumentó un 6% interanual y contribuyó con 0,1 décimas a la variación interanual del IPC general. La misma aportación la efectuó el epígrafe de energía para transporte, que creció a una tasa del 4,3% interanual. Por el contrario, el sector de las telecomunicaciones fue uno de los que contribuyó más a la contención de precios, con un retroceso interanual del 4,1%. Excepto por los epígrafes citados, los componentes principales en los que se descompone el IPC general no sufrieron apenas cambios significativos.

En el desglose geográfico se mantuvo la diferencia entre las inflaciones de Italia (2,6%) y España (3,0%), y las de Francia (1,5%) y Alemania (2%). Sin embargo, es-

peramos que a medida que transcurra este año, el diferencial entre estos países debería reducirse debido a la cancelación del efecto escalón al alza derivado del incremento impositivo en Italia y España.

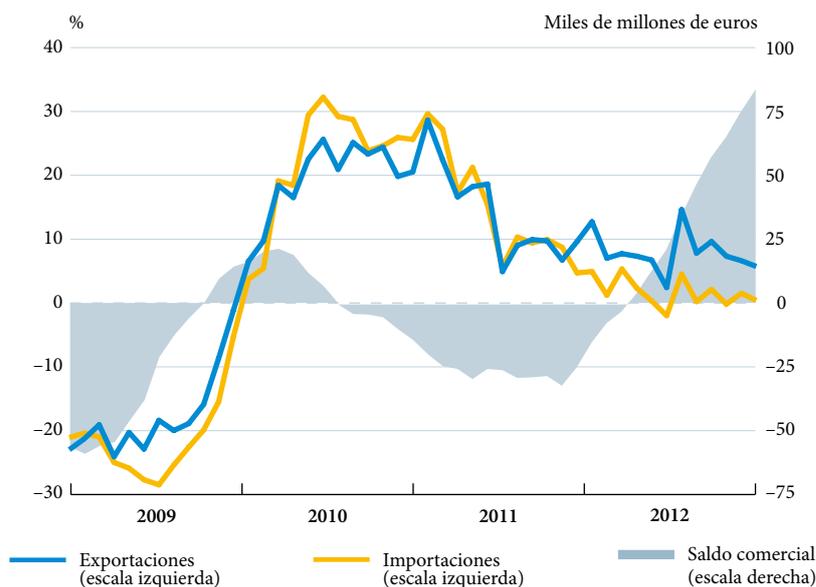
En 2013, el efecto anteriormente citado, así como la debilidad de la demanda y un nivel de precios energéticos contenidos permitirán que la inflación sea ligeramente inferior a la del año anterior. Esta trayectoria sería compatible con la visión del banco emisor, que también espera que los precios sigan moderándose a lo largo de este año.

Las exportaciones siguen impulsando la mejora del saldo de bienes

En 2013, y si no se vuelven a producir eventos inesperados, la zona del euro podría empezar a encaminarse hacia una lenta recuperación. En gran medida, ello depende de la capacidad de mejora de la demanda interna, un hecho que todavía genera bastantes dudas. Lo que parece más probable es que el sector exterior mantenga, durante los próximos trimestres, la contribución positiva que le permitió convertirse en el principal soporte de la economía europea durante el último lustro.

EL MAYOR DINAMISMO DE LAS EXPORTACIONES ACELERA EL AUMENTO DEL SUPERÁVIT DE LA BALANZA DE BIENES

Porcentaje de variación interanual de las exportaciones e importaciones y saldo comercial (*)



NOTA: (*) Corregidos de estacionalidad, y datos acumulados de doce meses para el saldo comercial.

FUENTES: Fondo Monetario Internacional y elaboración propia.

Este buen comportamiento de las exportaciones fue resultado tanto de las ganancias continuadas de competitividad como de la creciente demanda proveniente de los países en desarrollo. Los últimos datos disponibles son un claro ejemplo de ello. En efecto, la competitividad de la zona del euro, medida a través de los costes laborales unitarios relativos a sus principales socios comerciales, mejoró en el tercer trimestre de 2012, convirtiéndose en la quinta corrección consecutiva. De esta forma, el índice de competitividad se situaba en niveles de 2002 y corregía la pérdida registrada entre ese año y 2009. La contención salarial prevista en la mayoría de países europeos invita a esperar nuevos avances en el corto plazo.

Por lo que se refiere al dinamismo de la demanda proveniente de los países en vías de desarrollo, el informe «Perspectivas Económicas Globales» del Banco Mundial, publicado en enero, muestra que el porcentaje del comercio mundial con des-

tino hacia estos países ha aumentado intensamente desde 2008. La zona del euro no se ha visto al margen de este fenómeno. Tomando como referencia los once primeros meses de 2012, observamos que el 68,3% de las exportaciones de la unión monetaria tuvieron como destino países en vías de desarrollo. Esta cifra supera en 5,9 puntos porcentuales la cuota registrada cuatro años atrás. Entre las regiones que presentaron un mayor dinamismo en la demanda de bienes europeos en este periodo destacan América Latina y África, con crecimientos del 16,2% y del 12,3% interanual, respectivamente.

El buen ritmo de las ventas hacia países en desarrollo fue determinante para que el crecimiento de las exportaciones alcanzara el 6,0% interanual en noviembre de 2012, frente al 0,7% registrado por las importaciones. Fruto de ello, el saldo de la balanza de bienes se situó este mes en los 13.732 millones de euros. Como muestra el gráfico anterior, el superávit de bienes

El superávit de bienes acumulado durante doce meses asciende hasta los 83.448 millones de euros en noviembre de 2012.

Se esperan nuevas mejoras del saldo corriente en 2013.

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 | Diciembre |
| Zona del euro | | | | | | | | | |
| Importaciones | 21,6 | 14,5 | 6,9 | 3,7 | 1,1 | 0,2 | 7,4 | -0,3 | ... |
| Exportaciones | 20,1 | 13,4 | 9,2 | 8,5 | 8,1 | 7,2 | 14,2 | 5,4 | ... |
| Balanza comercial (1) | 0,7 | -15,7 | -15,7 | 3,5 | 33,8 | 64,7 | 74,7 | 83,5 | ... |
| Saldos corrientes (2) | | | | | | | | | |
| Zona del euro | 0,0 | 0,1 | 0,1 | 0,3 | 0,6 | 0,9 | ... | ... | ... |
| <i>Alemania</i> | 6,0 | 5,7 | 5,7 | 5,7 | 6,1 | 6,3 | 6,5 | 6,4 | ... |
| <i>Francia</i> | -1,6 | -2,0 | -2,0 | -1,9 | -2,1 | -2,2 | -2,1 | -2,2 | ... |
| <i>Italia</i> | -3,5 | -3,1 | -3,1 | -2,5 | -1,8 | -1,3 | -1,2 | -1,0 | ... |
| <i>España</i> | -4,5 | -3,5 | -3,5 | -3,4 | -2,9 | -2,2 | -2,0 | ... | ... |
| Tipo de cambio euro/dólar (3) | 1,33 | 1,40 | 1,35 | 1,32 | 1,30 | 1,25 | 1,29 | 1,29 | 1,31 |
| Tipo de cambio efectivo nominal del euro (4) | 103,7 | 103,4 | 102,1 | 99,4 | 98,2 | 95,9 | 97,80 | 97,20 | 98,70 |

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.

Las tensiones en los mercados financieros europeos se rebajan significativamente.

en términos acumulados de los últimos doce meses ascendió hasta los 83.448 millones de euros, un nivel que no se alcanzaba desde el año 2002.

Para 2013, el mantenimiento de los dos factores de fondo que han impulsado las exportaciones durante los últimos meses debería permitir nuevos incrementos del superávit corriente. Sin embargo, el ritmo de crecimiento del saldo exterior podría verse reducido por la recuperación de las importaciones europeas durante la segunda mitad del año, como consecuencia de la reactivación de la demanda interna. No obstante, cuantificar el impacto de este aumento sobre el saldo corriente no es sencillo, especialmente si tenemos en cuenta que la reducción del precio del petróleo prevista para 2013 podría disminuir el valor de las importaciones petrolíferas este año. Es preciso recordar que durante los primeros nueve meses de 2012 esta partida representó cerca del 20% del total de las importaciones de bienes.

Los organismos internacionales valoran positivamente los procesos de consolidación fiscal en la periferia.

Sector público y gobernanza

La zona del euro está viviendo uno de los periodos más plácidos desde el inicio de la crisis de la deuda. El diseño, por parte del Banco Central Europeo (BCE), de un programa de compra condicionada de deuda soberana para aquellos países de la zona del euro que lo solicitaran ha logrado relajar las tensiones en los mercados financieros desde septiembre del año pasado. Este proceso se ha visto favorecido por los avances en la agenda de reformas estructurales y en la consolidación de los desequilibrios fiscales en los países de la periferia.

En efecto, los esfuerzos fiscales realizados en estos países están empezando a dar sus primeros frutos. Sin duda, el caso de Irlanda destaca por encima del resto. La posibilidad de que el déficit público de 2012 se sitúe por debajo del 8% del producto interior bruto (PIB), frente al objetivo del 8,6%, permitió al Gobierno irlandés reali-

zar su primera emisión de bonos a largo plazo desde noviembre de 2010.

Por lo que respecta a los otros dos países rescatados, Portugal y Grecia, tanto la Comisión Europea (CE) como el Fondo Monetario Internacional (FMI) valoran positivamente los avances realizados en los últimos meses. Así, se estima que el sector público luso cumplió con el objetivo revisado de déficit fiscal para 2012, del 5,0% del PIB. Por su parte, el Gobierno heleno adoptó en enero las reformas acordadas con los organismos internacionales, lo que supuso un nuevo desembolso, de 3.240 millones de euros, de ayuda por parte de la troika. Entre las medidas implementadas destaca el aumento del tipo máximo del impuesto sobre la renta hasta el 42% para aquellos ciudadanos con ingresos superiores a 42.000 euros. Otro país que ha presentado avances importantes es España, en este caso en la implementación de la agenda de reformas del sector bancario. Ello le permitió recibir la aprobación del Eurogrupo para el desembolso del segundo tramo de ayuda para la recapitalización bancaria.

Todo ello se ha visto reflejado en la clara mejora de la rentabilidad exigida a los títulos de deuda de los países periféricos durante el último mes. Sin embargo, parafraseando a la directora gerente del Fondo Monetario Internacional, Christine Lagarde, «todavía queda mucho trabajo por hacer». No le falta razón. La corrección de los desequilibrios fiscales en la periferia debe ser acompañada por nuevos avances hacia una unión bancaria y fiscal. Este proceso se retomó en las reuniones del Eurogrupo y del Ecofin de finales de enero. La discusión siguió centrándose en el papel que el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) debe ejercer en los países con sistemas bancarios con problemas de solvencia. Especialmente trascendente es la posibilidad de que sea el propio mecanismo de rescate el que recapitalice directamente a la

banca, sin intervención del sector público. Además, en estas mismas reuniones, once países de la zona del euro acordaron avanzar en la creación de un impuesto sobre las transacciones financieras.

Todos estos procesos, aunque lentos, van dando forma a la nueva arquitectura institucional europea. Una voluntad que se refleja en la iniciativa franco-alemana para el fomento de la competitividad y el crecimiento de la zona del euro. Pero los retos pendientes todavía son numerosos: los procesos electorales en Italia y Alemania en los meses de febrero y octubre de 2013 pueden fijar el curso de la crisis en la zona del euro.

Se reduce la apelación al Banco Central Europeo

La persistencia de la crisis de la zona del euro y sus graves consecuencias sobre la evolución del crédito, especialmente en los países periféricos, han llevado al Banco de Pagos Internacionales a relajar la nueva regulación bancaria sobre liquidez. Así, el pasado 6 de enero el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea anunció una serie de modificaciones que flexibilizan sensiblemente las exigencias de liquidez de los bancos. Las nuevas medidas afectan a la ratio de cobertura de liquidez (*LCR*, por sus siglas en inglés) introducida en la nueva normativa del sector bancario conocida por Basilea III. Esta ratio determina la cantidad de activos líquidos que deben tener los bancos en su balance para hacer frente a una retirada de activos bajo condiciones de estrés durante un mes.

La flexibilización ha sido introducida por tres canales distintos. El primero está relacionado con el calendario, ya que se amplía el plazo de implementación de la *LCR*, que pasa de instaurarse en su totalidad el 1 de enero de 2015 a efectuarse parcialmente (60%) y de forma progresiva a partir de esta

Es necesario avanzar hacia una unión bancaria y fiscal.

Los retos pendientes todavía son numerosos.

Los requerimientos de liquidez de Basilea III se flexibilizan.

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 | Diciembre |
| Financiación al sector privado (1) | | | | | | | | | |
| Sociedades no financieras | -1,0 | 2,0 | 1,9 | 0,7 | 0,2 | -0,6 | -1,5 | -1,4 | ... |
| Hogares (2) | 2,7 | 2,7 | 2,2 | 1,9 | 1,3 | 0,9 | 0,8 | 0,7 | ... |
| Depósitos (1) | | | | | | | | | |
| Depósitos a la vista | 8,7 | 1,4 | 1,1 | 1,9 | 2,5 | 4,9 | 7,1 | 7,7 | ... |
| Otros depósitos a corto plazo | -5,3 | 2,6 | 1,9 | 2,7 | 2,4 | 1,1 | 1,7 | 1,8 | ... |
| Instrumentos negociables | -9,1 | -5,4 | -3,0 | 0,4 | 2,8 | 0,8 | -0,4 | -3,6 | ... |
| Tipo de interés del mercado monetario (%) | | | | | | | | | |
| Repo BCE | 1,0 | 1,3 | 1,42 | 1,00 | 1,00 | 0,83 | 0,75 | 0,75 | 0,75 |
| Euríbor a 3 meses | 0,8 | 1,4 | 1,54 | 1,14 | 0,71 | 0,44 | 0,22 | 0,20 | 0,19 |
| Euríbor a 12 meses | 1,3 | 2,0 | 2,08 | 1,76 | 1,32 | 0,98 | 0,69 | 0,62 | 0,57 |
| 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 | 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 | 2,9 | ... |
| Depósitos hasta 1 año de los hogares | 2,1 | 2,6 | 2,8 | 2,9 | 2,7 | 2,8 | 2,7 | 2,7 | ... |

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

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

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

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

FUENTES: Banco Central Europeo y elaboración propia.

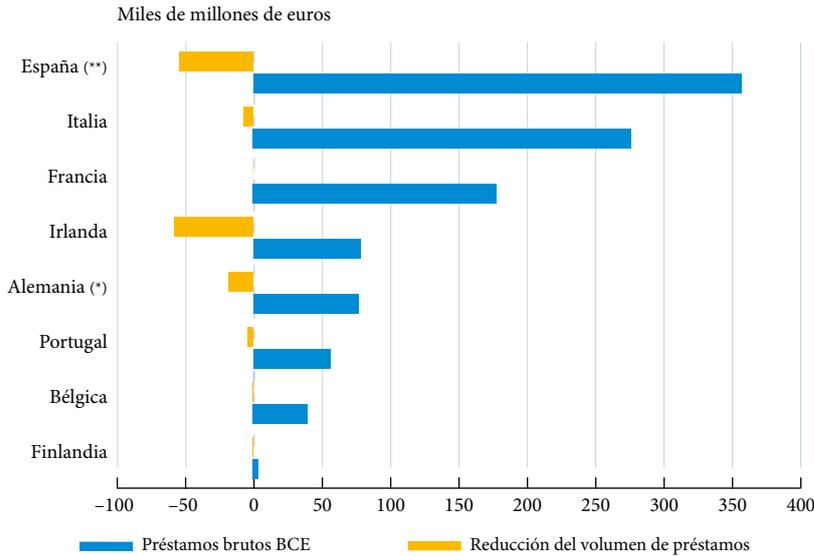
Los países en crisis pueden posponer la aplicación de la normativa sobre la ratio de cobertura de la liquidez bancaria.

fecha, debiendo estar íntegramente en vigor el 1 de enero de 2019. Además, aquellos países con sistemas bancarios dañados tendrán completa flexibilidad en la aplicación de la LCR hasta que hayan salido de la crisis. El segundo, consiste en la ampliación de la definición de activos líquidos de elevada calidad, permitiendo la inclusión de determinados títulos de deuda privada en este grupo. El tercero consiste en la relajación de las hipótesis de salida de efectivo de las entidades bancarias en caso de un escenario de estrés. Con estas medidas, se pretende evitar una «trampa de liquidez» que podría generarse en aquellos países con sistemas bancarios frágiles como consecuencia de un aumento de las exigencias de liquidez, hecho que obstaculizaría la recuperación económica.

Los datos disponibles hasta la fecha confirman que se mantiene la debilidad de la financiación al sector privado en su conjunto. Concretamente, en noviembre el crédito a las empresas no financieras cayó un 1,4% interanual frente al retroceso de 1,5 puntos porcentuales del mes anterior. Esta ausencia de dinamismo es achacable, en parte, a los procesos de desapalancamiento que las empresas siguen llevando a cabo. Por lo que respecta a los agregados monetarios, los depósitos a la vista presentan tasas de crecimiento del 7,7% interanual, en línea con las que veníamos observando. Por su parte, los instrumentos negociables, que son los menos líquidos, exhiben una notable caída, del -3,6%. Este desplome se debe a que los bancos no han renovado las amortizaciones de deuda a

LAS ENTIDADES FINANCIERAS REDUCEN SU DEPENDENCIA DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

Préstamos brutos del Banco Central Europeo



NOTAS: (*) Datos hasta septiembre de 2012.

(**) Datos hasta diciembre de 2012.

FUENTES: Bruegel y elaboración propia. La reducción en el volumen de préstamos se calcula como la diferencia entre el valor de los préstamos en octubre de 2012 y el valor máximo de préstamos entre octubre de 2010 y octubre de 2012 (último dato disponible).

corto plazo, ya que están sustituyendo estas fuentes de financiación por otras más estables, como pueden ser los depósitos.

De hecho, las fuentes de financiación bancaria aún no se han normalizado. En efecto, los préstamos netos del BCE a las entidades bancarias de los países de la zona del euro siguen siendo elevados. No obstante, en los últimos meses han disminuido significativamente y de forma generalizada en los países de la moneda común. El gráfico anterior muestra la cantidad de fondos del BCE que tenían los distintos países en octubre de 2012, así como la diferencia de los mismos con el valor máximo que han llegado a tener en los últimos dos años. Se observa así que las correcciones llevadas a cabo por los países son significativas, especialmente las de los países periféricos. Es reseñable la reducción realizada en los

últimos meses por parte de España, que ha pasado de tener 411.654 millones de euros en agosto de 2012 a 357.291 en diciembre de 2012, reduciendo los préstamos del BCE en 54.363 millones de euros. Este ajuste se debe, en gran medida, a la reapertura de los mercados de financiación internacionales. De hecho, esta tendencia se podría acelerar en los próximos meses si se realizan las amortizaciones anticipadas de los préstamos a tres años (*LTRO*, *Long Term Refinancing Operations*) por parte de las entidades de crédito.

En definitiva, el panorama venidero en la zona del euro parece estar virando hacia aguas más tranquilas. La disminución de los préstamos netos del BCE es, sin ninguna duda, un signo de la normalización paulatina de los mercados financieros y el sector bancario.

El crédito a las empresas se sigue contrayendo.

Los fondos de liquidez del BCE de los países de la zona del euro se reducen.

Riesgos de una política monetaria en fase experimental

«Tiempos extraordinarios exigen medidas extraordinarias». Así de simple lo resumió Ben Bernanke en febrero de 2009 tras declarar que la Reserva Federal haría todo lo que estuviera en sus manos para restablecer la estabilidad financiera y la prosperidad económica. Cuatro años más tarde, Mario Draghi hizo lo propio –con su ya famoso «¡Creedme!»–, ratificando un cometido que el BCE venía asumiendo desde el principio de la crisis. En resumidas cuentas, los comandantes de política monetaria de las principales economías avanzadas –también del Banco de Inglaterra y de Japón– han demostrado estar dispuestos a sacar toda su munición, incluyendo esas actuaciones extraordinarias a las que se refería Bernanke, para apoyar a sus respectivos feudos. Pero, por muy loable que sea la intención –que lo es–, y por muy efectivas que resulten las medidas –más cuestionables–⁽¹⁾, la apuesta no está exenta de riesgos.

Para empezar, las medidas no convencionales a las que han apelado recientemente los grandes bancos centrales no dejan de ser eso: poco convencionales⁽²⁾. Como tales, en muchos aspectos, todavía se hallan en fase experimental, pudiéndose asemejar a un fármaco que, sobre el papel, funciona pero que aún no se ha ensayado lo suficiente como para poder administrarlo sin recelo. En ese caso, todos sabemos que solo se recurriría a él en situaciones de extrema urgencia y si no hubiera alternativa. ¿Nos suena? Efectivamente, lo que precipitó la «nueva» política monetaria fue el embate de una crisis extrema cuando las defensas tradicionales estaban prácticamente desarmadas.

Siguiendo con el símil, el riesgo principal surge de la inexperiencia en la dosis y la duración adecuadas del remedio: una interrupción prematura del tratamiento puede provocar una recaída; pero una ingesta excesiva (por su magnitud o duración) puede generar adicción, reacciones adversas o efectos secundarios indeseados. Dado el sesgo habitual en la gestión de la política económica y una serie de agravantes que van desde el temor a una recaída hasta necesidades de financiación del Gobierno, cabe asignar una mayor probabilidad a que la retirada de los estímulos se demore en exceso que no al revés.

Empecemos, pues, por los efectos de adicción: la persistencia de los vastos niveles de liquidez actuales puede fraguar el denominado riesgo moral en la medida en que alimenta la expectativa (de las entidades financieras, tesoro público o quienquiera que se beneficie de las facilidades monetarias actuales) de poder contar con este tipo de apoyo en el futuro. Al mismo tiempo, puede generar dependencia de la financiación del banco central y frenar la normalización del mercado interbancario, al suplantar las estructuras de mercado habituales de gestión de liquidez por las inyecciones del prestamista de última instancia.

Aun sin crear adicción, un exceso de estímulos puede resultar tóxico para el paciente (en este caso, la economía). Por un lado, cabe la posibilidad de que la compra directa y masiva de activos por parte de los principales bancos centrales distorsione la asignación del crédito, hinchando artificialmente los precios de ciertos activos y contribuyendo a la formación de burbujas especulativas, tanto domésticas como foráneas. Por otro, la dilación de una laxitud monetaria tan extraordinaria como la actual puede acabar desanclando las expectativas de inflación, desencadenando presiones sobre precios y, en última instancia, llevarse por delante el cometido fundamental de la política monetaria: la estabilidad de precios.

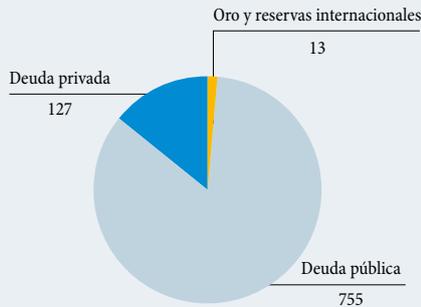
(1) Véase recuadro «Política monetaria no convencional: una historia (inconclusa) de éxito (limitado)», de esta misma publicación.

(2) Véase recuadro «En tiempos de crisis, creatividad monetaria», de esta misma publicación.

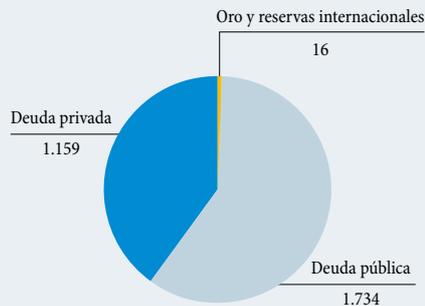
LA COMPOSICIÓN DE LOS ACTIVOS EN BALANCE DE LOS PRINCIPALES BANCOS CENTRALES HA CAMBIADO SUSTANCIALMENTE DESDE QUE EMPEZÓ LA CRISIS

Balance de la Reserva Federal: activos, miles de millones de dólares

2007

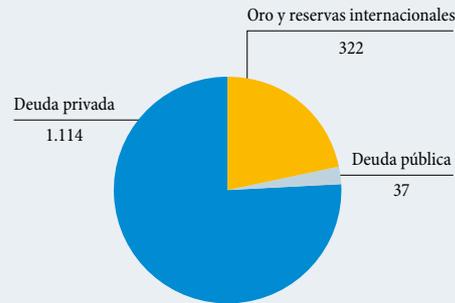


2012

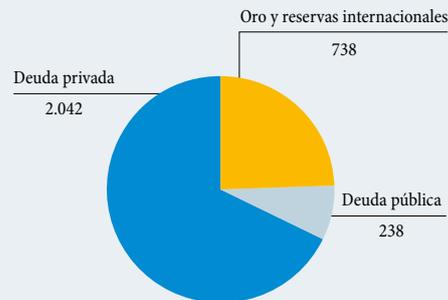


Balance del Eurosistema: activos, miles de millones de euros

2007



2012



NOTA: Datos a diciembre de 2007 y diciembre de 2012. En la partida de deuda privada se incluyen préstamos al sector bancario, titulizaciones hipotecarias, etc. En la de deuda pública del BCE se incluye la deuda soberana europea adquirida a raíz del programa SMP.

FUENTES: Reserva Federal de Estados Unidos, Banco Central Europeo y elaboración propia.

Si se tratara de un medicamento común, el símil no daría para más; por lo que volvamos a lo no convencional: supongamos que estamos ante un tratamiento radioactivo, cuya manipulación exige cautelosas medidas de precaución para no contaminar al propio administrador. Porque, efectivamente, llevar la política monetaria al límite acarrea riesgos para el mismo banco central. Al expandir o cambiar la composición de su balance, el rector monetario está modificando su perfil de riesgo financiero, exponiéndose a posibles deterioros tanto de su posición patrimonial como de su reputación.

Fundamentalmente, incurre en tres tipos de riesgo: de tipo de interés; de crédito; y, en definitiva, de pérdida de credibilidad. Las adquisiciones de activos de renta fija cuyo precio baja si aumenta el tipo de interés (por ejemplo, bonos soberanos), pueden llevar al banco central a registrar pérdidas por cambios de valoración (para la parte de la cartera *mark-to-market*) o por la venta a un precio inferior al de adquisición. Por otra parte, está sujeto a riesgo de crédito derivado tanto de las compras directas de activos (por ejemplo, titulaciones hipotecarias en el caso de la FED o bonos soberanos adquiridos bajo el programa SMP del BCE), como de la provisión de crédito a la banca a cambio de colateral (por ejemplo, las LTRO del BCE). En ambos casos, la autoridad monetaria podría registrar pérdidas si se produce algún tipo de impago ya sea a nivel de activo o a nivel de colateral.

De todos modos, la exposición de dichos bancos centrales a riesgo de crédito es relativamente menor ya que se han tomado medidas significativas para protegerse de las eventualidades relatadas como, por ejemplo, imponer *haircuts* sobre el colateral para absorber potenciales pérdidas de valor o exigir, en general, una buena calidad de los activos tanto en las compras directas (caso de las cédulas hipotecarias adquiridas por el BCE), como en el colateral. Además, es importante tener en cuenta que un banco central puede operar con capital negativo. En otras palabras, si se diera un escenario extraordinariamente adverso que acarrearía tantas pérdidas para el banco central que acabarían por comerse todo su patrimonio, incluso entonces, podría seguir operando, a corto plazo, sin mayor problema.

Y si bien es cierto que la significancia operativa de ese capital negativo sería, hasta cierto punto, irrelevante, también lo es que si llega a coartar la independencia del banco central o a enturbiar su credibilidad –condicionando la gestión de la política monetaria–, puede resultar inconveniente. Es decir, en principio, un capital negativo puede ir reponiéndose mediante sucesivos beneficios o mediante una recapitalización por parte del tesoro público. Sin embargo, la posibilidad de que el banco central tenga que recurrir a esa recapitalización del tesoro puede percibirse como una pérdida de independencia. Por otra parte, recurrir en exceso al señoreaje⁽³⁾ puede minar la credibilidad del compromiso del banco central con la estabilidad de precios, desanclando expectativas y generando inflación. Con todo, lo dicho: es un riesgo, pero poco probable. Más probable sería que esa pérdida de credibilidad derivara de una retirada tardía de los estímulos o de un excesivo peso de determinados activos en el balance del banco central, pudiendo comprometer la estabilidad de precios o la estabilidad financiera.

En definitiva, minimizar los riesgos comentados exige calibrar y planificar cautelosamente la retirada de los estímulos y acompasarlos con otros instrumentos de política económica. En ese sentido, ayudará una buena comunicación de esa estrategia de salida, que transmita confianza y salvaguarde la tan preciada credibilidad. Al fin y al cabo, que un medicamento esté en fase experimental no significa que no funcione pero, ante los riesgos, más vale siempre prevenir que curar.

(3) Por «señoreaje», nos referimos a la capacidad del banco central de obtener ingresos mediante la emisión de dinero. Dicha emisión tiene un coste prácticamente nulo mientras que la contrapartida a su emisión (como, por ejemplo, títulos públicos o préstamos a bancos privados) genera intereses para el banco central.

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

En Europa emergente, todo apunta a que en el cuarto trimestre de 2012 el crecimiento habrá vuelto a desacelerarse...

Europa emergente: realmente, ¿lo peor queda atrás?

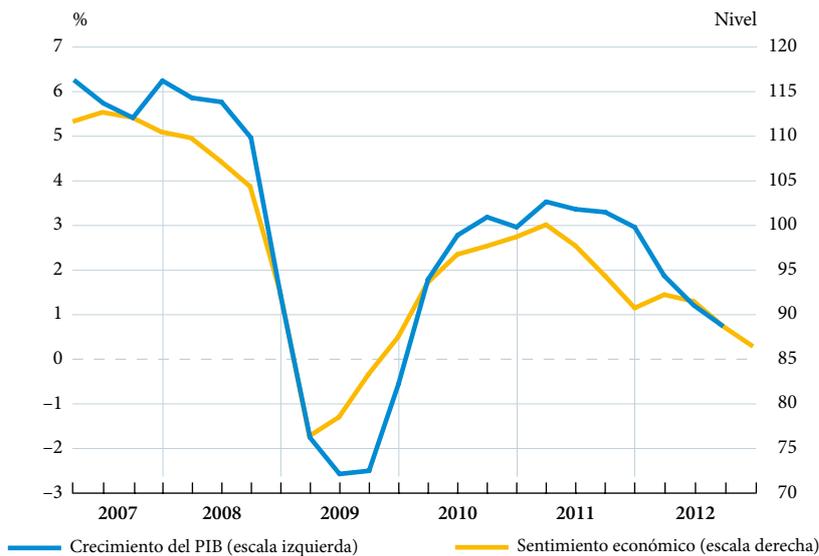
El momento económico sigue siendo extremadamente confuso. Aunque ciertamente, a nivel global, comienzan a abundar los indicios de un repunte cíclico, en el caso de Europa emergente la situación dista de estar clara. No en balde se trata de una región notablemente vinculada a la eurozona, un área económica en la que el deterioro de la actividad todavía es nota-

ble. Para tratar de identificar el punto del ciclo de Europa emergente en el que nos hallamos, vamos a aprovechar la información de tipo cualitativo disponible y, en última instancia, responder a la pregunta con la que abrimos el presente apartado.

Pues bien, el indicador de sentimiento económico de Europa emergente para el promedio del cuarto trimestre muestra un cierto retroceso respecto al trimestre anterior (véase el gráfico siguiente). Ello hace

EN EUROPA EMERGENTE, LA ACTIVIDAD SIGUE A LA BAJA EN EL CUARTO TRIMESTRE

Indicador de sentimiento económico y variación interanual del PIB real (*)



NOTA: (*) Media ponderada de Polonia, Hungría, la República Checa, Eslovaquia y Rumania. El dato del primer trimestre de 2012 del sentimiento económico es el correspondiente a enero.
FUENTES: Eurostat, Comisión Europea, Thomson Reuters Datastream y elaboración propia.

esperar que el crecimiento en términos interanuales en la región en su conjunto durante los tres meses finales de 2012 habrá sido mínimo. Partiendo de este mal tono del final del año anterior, ¿cabe esperar un nuevo descenso del ritmo de actividad en el tramo inicial de 2013?

A pesar de que los datos no permiten dar todavía una respuesta sin incertidumbre, en nuestra opinión existen suficientes elementos para avalar la hipótesis de que el peor momento de la actual fase bajista del ciclo puede haber quedado atrás. De entrada, el promedio trimestral del sentimiento económico enmascara una evolución mes a mes en la que destaca el fuerte tirón al alza en diciembre pasado. Dado que las inflexiones cíclicas suelen presentar cierta inercia, no sería descartable que en enero continúe la dinámica de recuperación del último mes de 2012.

Con todo, por sí solo, este dato sería insuficiente para sustantivar nuestro escenario de recuperación en el primer trimestre de

2013. Por ello, hay que traer a colación otros componentes del indicador de sentimiento económico que refuerzan el diagnóstico. En particular, por su carácter más contemporáneo con el ciclo, nos interesa profundizar en el pulso actual de la industria. El índice de sentimiento económico se obtiene agregando la confianza del consumidor, servicios, comercio minorista, construcción e industria. Precisamente es este último elemento, la confianza industrial, el que presenta mayor valor para magnificar los cambios de ciclo, y por ello, el tipo de «lente de aumento» que nos puede ayudar en la actual tesitura.

Pues bien, la confianza industrial repuntó cerca de cuatro puntos en el cómputo global de noviembre y diciembre. La encuesta a los industriales revela que gran parte de este giro se debió a cambios en las expectativas de la producción, respuesta que apunta a que los empresarios están planeando aumentar la producción en el futuro. De hecho, en la misma encuesta, los empresarios apuntan a que, efectivamente, se está

...aunque existen indicios que sugieren que la actividad puede estar iniciando un suave repunte.

La confianza industrial lleva dos meses en aumento, fruto de la mejora de las expectativas.

Este movimiento de recuperación no se sostendrá si la eurozona no abandona la recesión en el primer semestre de 2013.

materializando una recuperación, todavía débil pero ya visible, en dicho ámbito, lo que sugiere que los empresarios están fundamentando su reevaluación de las expectativas en datos efectivos de mayor actividad. No obstante, hay que significar que dichas expectativas, y el cambio incipiente en la producción, no tienen todavía el respaldo de un claro aumento de los pedidos, especialmente de los exteriores.

Este último matiz nos recuerda que el elemento fundamental que permitirá dar continuidad a este atisbo de recuperación es la evolución de la eurozona, mercado crítico para Europa emergente. Si se cumplen las previsiones que se manejan para el área de la moneda única, y que apuntan a una salida de la recesión hacia finales de la primera mitad de 2013, entonces las economías de Europa emergente registrarán un apoyo sustancial a su recuperación.

No acaban aquí las repercusiones en la región de los desarrollos de la eurozona. La reconstrucción de las expectativas de los agentes económicos en los países de Europa emergente se ha visto indudablemente beneficiada por la percepción de que la crisis de la deuda soberana del euro está siendo reconducida. Desde el verano pasado, cuando se tomaron pasos decisivos en este ámbito, la prima de riesgo de

los países que seguimos en estas páginas se ha reducido apreciablemente. Así, en el caso de los países más afectados, Hungría ha pasado de la zona de los 500 puntos básicos en el verano a situarse por debajo de los 300 puntos básicos en la actualidad, mientras Rumania ha pasado, en el mismo periodo, de los 400 puntos básicos a los 200 puntos básicos. Todavía menor es la percepción de riesgo que los inversores manejan para Polonia, la República Checa y Eslovaquia, situada en valores del orden de los 60-80 puntos básicos.

Toda esta transición hacia el esperado mayor crecimiento se va a ver moderadamente apoyada por una política monetaria más laxa. Dejando de lado Eslovaquia, que comparte el euro y por tanto no dispone de política monetaria autónoma, entre noviembre y enero redujeron su tipo de interés de referencia los bancos centrales de Polonia, la República Checa y Hungría. Rumania, con su actual programa de ayuda financiera con el Fondo Monetario Internacional y la Unión Europea en fase de renegociación inicial, ha evitado por el momento dicho movimiento. Para los próximos meses se espera que Polonia y Hungría prosigan con su senda de relajación de tipos (la República Checa, con su tipo de referencia en el 0,05%, ha agotado esta vía convencional de política monetaria).

La región se está beneficiando apreciablemente de la reconducción de la crisis de la deuda soberana de la eurozona.

MERCADOS FINANCIEROS

Mercados monetarios y de capital

Se consolida la estabilidad en los mercados

Enero ha sido un mes constructivo en los mercados financieros, afianzando la tendencia del último semestre de 2012. Es remarkable como, en tan breve periodo de tiempo, el clima inversor ha pasado, primero, del pesimismo profundo a la esperanza dubitativa, para alcanzar ahora claros tintes optimistas. Esto es lo que se desprende de las encuestas realizadas a distintos grupos de inversores, y lo que es más importante, de las actuaciones que adoptan. En conjunto, la comunidad inversora se ha mostrado interesada en activos con mayores dosis de riesgo y rentabilidad esperada, alejándose de los activos refugio. Los mercados de bonos soberanos de la periferia europea, los de bonos corporativos y los de renta variable han experimentado un sustancial incremento de volúmenes de emisión y negociación, reforzando la tendencia alcista de las cotizaciones.

Esta evolución no se ha detenido ante los focos problemáticos que siguen presentes en el escenario internacional. El primero procede de Europa, que todavía tiene que demostrar su capacidad para superar la recesión y entrar en una senda de crecimiento sostenible, y donde aún queda una larga lista de reformas institucionales y estructurales pendientes de implementar. El segundo reside en Estados Unidos, donde persisten las dudas sobre la capacidad del Gobierno y del Congreso para consolidar las finanzas públicas sin afectar a la recuperación económica del país. Las noticias positivas que vienen de China en forma de reactivación del crecimiento económico tienen como contrapunto el preo-

cupante repunte de la inflación. Parece que los inversores confían que estos obstáculos se irán superando satisfactoriamente, a la vez que permanecerá el inestimable apoyo de los bancos centrales (tipos de interés bajos y liquidez abundante). Ciertamente este es el curso de acción más probable como tendencia de medio plazo, pero no sería extraño que alguna decepción o sorpresa se cruce en el camino. La corrección de los mercados estará entonces servida.

El Banco de Japón asume el protagonismo

A lo largo de 2012, la estrategia implementada por la gran mayoría de bancos centrales consistió en una relajación sostenida de las condiciones monetarias. La implementación de múltiples medidas convencionales y no convencionales se ha llevado a cabo con el fin de generar un entorno monetario y financiero holgado, que permita acelerar el ritmo de crecimiento global y mitigar las inestabilidades financieras generadas por la crisis de la eurozona. Estas actuaciones, lideradas por los bancos centrales de Estados Unidos y Europa, han tenido gran relevancia en los mercados financieros, en el sentido de ser una pieza clave en el giro del sentimiento antes referido. En el arranque de 2013, ha sido el Banco de Japón quien ha asumido el protagonismo, adentrándose decididamente en el terreno ultraexpansivo.

En la eurozona, el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) decidió de forma unánime, durante la primera reunión del año, mantener el tipo de inte-

Los inversores aumentan el apetito por el riesgo y los mercados mantienen la tónica positiva...

...aunque persisten algunos focos problemáticos en el escenario internacional.

En 2013, las autoridades mantendrán una política monetaria muy laxa.

El BCE se muestra optimista y reduce la probabilidad de un nuevo recorte del tipo oficial.

rés rector en el 0,75% y la remuneración de la facilidad de depósito en el 0%. Según manifestó el presidente Mario Draghi, el Consejo no se planteó un recorte en los tipos oficiales, especialmente por dos razones. La primera consiste en que no se ha producido en el tramo final de 2012 un empeoramiento de la situación macroeconómica, evidenciada por algunos indicadores de coyuntura que muestran signos positivos y apuntarían hacia una paulatina recuperación económica por parte de los países líderes. La segunda razón se remite a las sustanciales mejoras en la confianza y las condiciones operativas experimentadas por los mercados de capitales. Este hecho fue ensalzado por Mario Draghi, que destacó en especial la fuerte reducción

que ha tenido lugar en las rentabilidades de los bonos y las primas CDS de los países periféricos. También aludió a la tendencia alcista en los mercados bursátiles, juntamente con una reducción de su volatilidad. Igualmente, identificó como señales favorables el redireccionamiento de los flujos de capital y la disminución del balance del BCE. En base a estas consideraciones, se reduce la probabilidad de que se produzca una bajada del tipo referencia. No obstante, en modo alguno desaparece, mientras los indicadores de actividad económica no mejoren convincentemente. Así, el BCE comunicó que mantiene su valoración de que los riesgos están sesgados a la baja respecto a los objetivos de crecimiento económico e inflación. En con-

TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO EN LOS MERCADOS NACIONALES

En porcentaje anual

| | Zona del euro | | | Estados Unidos | | Japón | Reino Unido | | Suiza |
|-------------|------------------|-------------|--------|---------------------------------------|----------------|----------------|--|----------------|----------------|
| | Subastas BCE (2) | Euríbor (5) | | Nivel objetivo de Reserva Federal (3) | Tres meses (5) | Tres meses (5) | Tipo de intervención Banco de Inglaterra (4) | Tres meses (5) | Tres meses (5) |
| | | Tres meses | Un año | | | | | | |
| 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 | 0,75 | 0,19 | 0,54 | 0,25 | 0,31 | 0,18 | 0,50 | 0,52 | -0,18 |
| 2013 | | | | | | | | | |
| Enero (1) | 0,75 | 0,21 | 0,59 | 0,25 | 0,30 | 0,17 | 0,50 | 0,51 | 0,04 |

NOTAS: (1) Día 21.

(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.

creto, opina que las presiones inflacionistas son inapreciables. Además, el propio Mario Draghi reconoció que la fragmentación de los mercados entre centro y periferia sigue siendo demasiado elevada, aunque espera que con la perseverancia de las políticas de ajuste la situación mejore.

En Estados Unidos, el panorama de política monetaria está, directa o indirectamente, conectado con las maniobras de política fiscal. Tras el diluido acuerdo de mínimos firmado *in extremis* para evitar el «precipicio fiscal», sigue vigente la incertidumbre en torno al resto de medidas necesarias para consolidar las finanzas públicas en el medio plazo. Efectivamente, con los buenos propósitos y deseos para el año nuevo, demócratas y republicanos llegaron a un acuerdo para evitar el inminente «precipicio fiscal», pero el alcance fue solo parcial (básicamente referido a las partidas de impuestos). No obstante, la Reserva Federal (Fed) manifestó su preocupación y se mantiene expectante ante los riesgos derivados de la ausencia de acuerdos satisfactorios y definitivos en materia de reducción del gasto público y ampliación del techo de endeudamiento. Asimismo, algunos miembros del comité de la Fed han empezado a mostrar su preocupación por los potenciales efectos indeseados de las medidas que han ido adoptando a lo largo de los últimos años, temerosos de que la laxitud monetaria se mantenga más tiempo del oportuno. Esto supone reabrir tímidamente el debate sobre las «estrategias de salida», que probablemente ganará intensidad conforme avanza el año.

El Banco de Japón (BoJ) ha sido el gran protagonista de la escena monetaria durante enero, presionado por el nuevo Gobierno, que afanosamente pretende acabar con el círculo vicioso de recesión y deflación poniendo en marcha todos los resortes de la política económica. De hecho, el primer ministro Shinzo Abe demostró su

compromiso con el crecimiento económico al aprobar un paquete adicional de gasto público para 2013 equivalente al 2% del PIB. Por su parte, el Banco de Japón ha accedido a la petición del Gobierno de Abe para actuar de forma mucho más agresiva que hasta ahora. El banco incrementó su objetivo de inflación desde el 1% hasta el 2%, como ya se esperaba; pero sorprendió con la aprobación de un plan agresivo de expansión cuantitativa, consistente en un programa de compra de activos, principalmente bonos y letras del Gobierno. Esta inyección de liquidez al sistema empezará en enero de 2014, cuando finalice el actual programa, mediante un calendario estable y de carácter indefinido («hasta nuevo aviso») por valor equivalente a 110.000 millones de euros al mes. Asimismo, el BoJ modificó las perspectivas de crecimiento respecto a los datos presentados en octubre. Para el año fiscal en curso, espera que el PIB real crezca un 1% interanual frente al 1,5% predicho anteriormente, y para el siguiente se muestra más positivo al revisar al alza las previsiones de crecimiento del 1,6% al 2,3%. En referencia a sus previsiones sobre la evolución de los precios, para el actual año fiscal anticipa una situación de deflación, pero de cara al siguiente prevé un incremento del nivel general de precios del 0,4%.

El panorama en los países emergentes es distinto. Las autoridades monetarias chinas y de otros países emergentes están ajustando la política monetaria con mayor sosiego, pues el momento crítico de alcanzar la estabilización de la economía y de las magnitudes monetarias ya se superó con anterioridad. Por tanto, se prevé una pausa en el ritmo de expansión de sus políticas, confiando que ya esté encauzada la recuperación económica. Este es, como ejemplo destacado, el caso de China, que está afianzando su recuperación con visos de sostenibilidad, como avalan cada vez más indicadores coyunturales (mejoras en las exportaciones y en el consumo domés-

La incertidumbre en Estados Unidos se traslada a la necesidad de elevar el techo de endeudamiento.

El Banco de Japón fija el objetivo de inflación en el 2% y practicará una agresiva relajación monetaria.

Modo de pausa en la política monetaria de los países emergentes.

Los tipos interbancarios en Europa podrían haber tocado suelo.

tico). Por desgracia, y de forma un tanto frustrante, la inflación ha vuelto a dar señales de vida (por los precios de las materias primas, en especial las alimentarias). No es por ahora un problema preocupante, pero sí conviene vigilar su evolución, dado que podría condicionar, no ya la política monetaria del país, sino el conjunto de la escena económica internacional.

En los mercados monetarios europeos, la tendencia bajista de los tipos de interés euríbor está llegando a su fin, y se empieza a percibir un leve aumento de los niveles y de la volatilidad. Esta tendencia ha sido propiciada por el anuncio de que hubo unanimidad en el consejo del BCE respecto a mantener el tipo de interés rector sin cambios. Esta menor inquietud por rebajar los tipos descansa, a su vez, en la mejora de las condiciones crediticias de la periferia europea. Otro factor es el acercamiento de la fecha -31 de enero- a partir de la cual se abrirá el plazo para que los bancos puedan retornar de forma antici-

pada los préstamos a 3 años (*LTRO*) otorgados a finales de 2011 por el BCE.

Espectacular mejora de la deuda periférica europea

En Europa, el año ha comenzado con una reducción significativa de los diferenciales de la deuda soberana periférica, siguiendo con la tendencia de meses anteriores. Abundantes flujos de inversión se han dirigido a esta clase de activos, según se percibe tanto en los mercados secundarios como en los primarios. Así, por ejemplo, las subastas del Tesoro español han sido todo un éxito en términos de demanda y tipos de interés. Los inversores del norte de Europa, sobre todo alemanes, han acumulado un elevado volumen de las subastas periféricas.

Ni el deterioro de los indicadores económicos contemporáneos, ni la incertidumbre sobre el cumplimiento de los objetivos de

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 |
|-------------|----------|---------|--------|--------|----------------|-------|-------------|-------|
| 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 | 1,32 | 2,00 | 5,27 | 4,50 | 1,76 | 0,79 | 1,83 | 0,53 |
| 2013 | | | | | | | | |
| Enero (*) | 1,60 | 2,18 | 5,11 | 4,18 | 1,84 | 0,74 | 2,06 | 0,69 |

NOTA: (*) Día 21.

FUENTE: Bloomberg.

reducción del déficit público, han impedido esta mejora de la deuda periférica, en un proceso que ha afectado a todos los países del colectivo. Varios factores positivos se han impuesto, de modo que la percepción de los inversores es que el riesgo tiende a disminuir. Así, los pasos dados hacia la unión bancaria y el desembolso de las ayudas a la banca española son elementos que están contribuyendo a mejorar la confianza. El desbloqueo de la deuda a Grecia constituye otro elemento muy positivo para afianzar el escenario de confianza que progresivamente se va extendiendo en los mercados. En el terreno político, los Gobiernos del centro han empezado a mostrarse más transigentes con el proceso de consolidación fiscal, concediendo más atención al objetivo de mejorar las condiciones de crecimiento económico a corto plazo.

Sin ánimo de pecar de excesivo optimismo, hasta el propio Draghi se ha mostrado satisfecho por la evolución de las primas de riesgo soberano, y ha apuntado tímidamente hacia un proceso que denomina círculo virtuoso entre reducción de diferenciales, confianza en el proceso de reformas y ajustes, y resultados efectivos. No obstante, hay que tener presente que la mejora de las condiciones crediticias es desigual: de entrada incide más sobre las grandes empresas con acceso a los mercados de bonos, y menos sobre las pequeñas y medianas empresas y familias de los países de la periferia. En cualquier caso, parece iniciada la fase de recuperación de la estabilidad financiera, que afecta primero a los mercados de capital, en respuesta a las medidas adoptadas por el BCE, para después extenderse a las condiciones de los créditos y préstamos otorgados por los bancos.

El proceso de reducción de diferenciales se está llevando a cabo con un incremento de las tasas internas de rentabilidad de la deuda de los países del centro, sobre todo del *bund* alemán, que es el que ha servido como activo refugio en momentos de ner-

vios en los mercados. No obstante, conviene resaltar que el incremento de dichas tasas es modesto, de modo que los niveles actuales siguen por debajo de los considerados normales con relación al momento cíclico de la economía alemana. Lo más probable es que la tendencia de medio plazo siga siendo de suaves alzas.

Las tasas de rentabilidad de los bonos públicos norteamericanos también están experimentando ligeras presiones al alza. No obstante, estos bonos disponen de un poderoso elemento de apoyo en los programas de compras de la Fed, lo que lleva a pensar que la tendencia no tendrá mucho recorrido durante los próximos trimestres. De hecho, la volatilidad de este mercado se mantiene en niveles extremadamente bajos, ajena a la incertidumbre en torno a las negociaciones entre demócratas y republicanos. La expectación sobre esta cuestión también afecta a las autoridades chinas, que se han declarado preocupadas por la evolución de las negociaciones, recordando que poseen un elevado importe de bonos americanos y que, por lo tanto, consideran básico para sus intereses que se alcance un acuerdo satisfactorio.

El mercado de divisas se anima, pero con volatilidad controlada

Los movimientos en los mercados de divisas han ganado relevancia e intensidad durante las últimas semanas. La apelación de diversas instituciones internacionales a que no se produzcan devaluaciones competitivas no va a impedir desplazamientos importantes en los tipos de cambio. Las actuaciones de los bancos centrales son la principal fuente detrás de dichos movimientos. Las políticas ultralaxas llevadas a cabo por la Fed en la segunda mitad de 2012 han desencadenado una depreciación del dólar respecto al euro que todavía parece un proceso en marcha. Esta situación se ha visto reforzada por la decisión

Se reducen las primas de riesgo de la periferia.

Las compras de la Fed continuarán siendo el mayor soporte de la deuda soberana de Estados Unidos.

La decisión del BCE de mantener el tipo rector fortalece al euro.

Las actuaciones del Banco de Japón apoyan la depreciación del yen.

unánime del Consejo de Gobierno del BCE de mantener el tipo rector en el 0,75%, reduciendo la probabilidad de una rebaja de los tipos, que hace unas semanas se consideraba casi como un hecho seguro. Esta presión alcista sobre el euro podría amenazar la recuperación de la región, al debilitar la competitividad de las exportaciones europeas respecto al resto de países. No obstante, cabe esperar que sea moderada desde los niveles ya alcanzados, dado que no está sustentada en factores económicos fundamentales de largo plazo y, además, considerando la buena marcha de la economía norteamericana, no sería extraño que pronto se reabra la rumorología sobre la necesidad de contener los estímulos monetarios en aquel país.

Por su parte, el yen japonés ha prolongado la vertiginosa senda de depreciación que inició en octubre. Esta dinámica es resultado de las medidas desesperadas del nuevo primer ministro, Shinzo Abe, para rescatar a la economía japonesa de la deflación y la recesión económica. Como se ha indicado más arriba, bajo las presiones del primer ministro, el Banco de Japón ha anun-

ciado nuevas medidas de flexibilización monetaria con el fin de cumplir el nuevo objetivo de inflación del 2%. Bajo estas condiciones, es de esperar que la debilidad del yen se prolongue por más tiempo.

Un tercer movimiento alcista destacado en el panorama cambiario internacional es protagonizado por la divisa china, el yuan. Sometida al control del Gobierno, el yuan mantiene una senda de paulatina apreciación frente al dólar. Esta tendencia es ahora más persistente que durante la primera mitad de 2012, dado que sus intereses coinciden con los de Estados Unidos. Por un lado, el país asiático persigue la apreciación de su moneda con el fin de moderar la inflación y mejorar el poder adquisitivo de las familias, vía para incentivar el consumo doméstico. Por otro lado, a Estados Unidos le interesa mantener el dólar débil con el fin de mejorar su competitividad y aumentar las ventas exteriores y mejorar su déficit externo. En la medida en que estos determinantes se mantengan, la tendencia del yuan frente al dólar continuará.

Los intereses de China y Estados Unidos favorecen la senda alcista del yuan frente al dólar.

TENDENCIA DE APRECIACIÓN DEL RENMINBI CHINO

Cotización del yuan frente al dólar de Estados Unidos



FUENTE: Bloomberg.

TIPOS DE CAMBIO DE LAS PRINCIPALES MONEDAS

21-1-13

| | Tipo de cambio | % variación (*) | | |
|-----------------------------------|----------------|-----------------|------------------|-------|
| | | Mensual | s/diciembre 2012 | Anual |
| Frente al dólar de EE. UU. | | | | |
| Yen japonés | 89,5 | 5,9 | 3,1 | 13,9 |
| Libra esterlina | 0,630 | -1,9 | -2,4 | 1,9 |
| Franco suizo | 0,933 | 1,9 | 1,8 | 0,5 |
| Dólar canadiense | 0,993 | 0,0 | 0,1 | -1,5 |
| Peso mexicano | 12,691 | -1,9 | -1,3 | -3,8 |
| Frente al euro | | | | |
| Dólar de EE. UU. | 1,330 | -0,9 | -0,8 | -2,2 |
| Yen japonés | 119,1 | 6,7 | 3,9 | 15,8 |
| Franco suizo | 1,240 | 2,6 | 2,6 | 2,7 |
| Libra esterlina | 0,838 | 2,7 | 3,1 | 0,3 |
| Corona sueca | 8,702 | 0,7 | 1,4 | -0,9 |
| Corona danesa | 7,463 | 0,0 | 0,0 | 0,4 |
| Zloty polaco | 4,178 | 2,2 | 2,4 | -2,4 |
| Corona checa | 25,58 | 1,7 | 1,9 | 0,9 |
| Forint húngaro | 292,7 | 1,0 | 0,5 | -2,5 |

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

FUENTE: Bloomberg.

El brillo de la deuda corporativa se acerca al rojo vivo

La renta fija corporativa finalizó el año 2012 como activo estrella y se espera que siga en una senda similar en el inicio de 2013. Se están marcando nuevos récords históricos, tanto en volumen de emisiones como en extensión de vencimientos y en niveles mínimos de tipos de interés. La actividad en este mercado se ha visto favorecida por la política monetaria expansiva llevada a cabo por los bancos centrales, junto con la mejora en la confianza de los inversores, propiciando un desplazamiento de flujos de capital hacia la deuda privada (que se presenta más atractiva que otros activos por su combinación de seguridad y rentabilidad). A este contexto de bonanza, se ha sumado la necesidad de obtener financiación por parte de las empresas, que han visto la oportunidad para introducir-

se en el mercado de bonos realizando emisiones inaugurales.

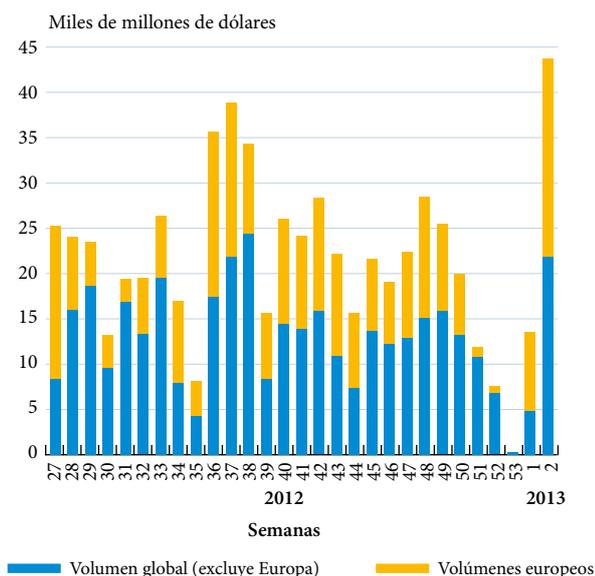
En este buen comienzo de 2013 han participado las entidades financieras, que el año pasado habían permanecido al margen del «festival» de la renta fija. Su aparición en este mercado se ha visto propiciada por diversos factores. En primer lugar, la esperanza de que este año se sigan dando pasos decididos hacia la unión bancaria europea, más allá de los que se realizaron a finales del año pasado con el acuerdo para la creación de un supervisor único bancario. En segundo lugar, la reestructuración del sistema bancario español, que ha ayudado a recomponer la confianza hacia estas instituciones. Un tercer factor que contribuye a la mejora de la confianza es la reducción de las necesidades de desapalancamiento de la banca europea, gracias al retraso en la implementación de los requisitos de liqui-

Las emisiones de deuda corporativa siguen en auge.

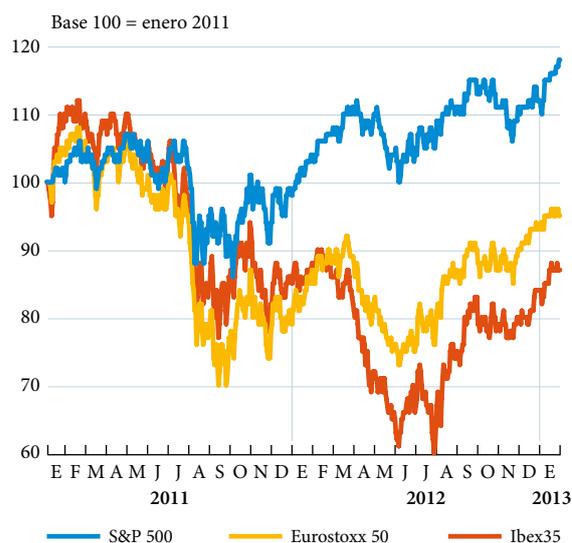
Las entidades bancarias también aprovechan para emitir deuda sénior y cédulas hipotecarias.

EVOLUCIÓN FAVORABLE DE LOS ACTIVOS DE RIESGO DE CARA A 2013

Volumen semanal de emisiones de deuda corporativa



Cotización de los principales índices bursátiles



FUENTES: Dealogic y Bloomberg.

Los inversores extranjeros son protagonistas en las subastas del Tesoro español.

dez. Finalmente, y en el caso español, la limitación del Banco de España a las remuneraciones de los superdepósitos, que ha propiciado un movimiento hacia otros activos con un perfil de riesgo similar pero con mayor rentabilidad.

Siguiendo con España, la mayoría de entidades financieras han aprovechado esta situación boyante en los mercados de deuda para hacer su reaparición en este nicho, que no pisaban de manera firme desde hace un año (periodo en el que se vieron obligadas a financiarse mediante otros métodos, como ampliaciones de capital). Las primeras entidades que dieron el salto a este mercado lo hicieron con productos de distribución masiva, como es la deuda sénior. La renovada confianza se ha trasladado también al papel hipotecario, donde se han reiniciado las emisiones de cédulas hipotecarias con una buena acogida entre los inversores. Las emisiones de deuda privada se vieron caracterizadas por unos costes de financiación bajos (en algunos casos a tipos de interés por debajo de los

bonos soberanos), registros de demanda notablemente superiores al total ofertado, y suscripciones realizadas principalmente por inversores internacionales (que se hicieron con la titularidad de entre el 70% y el 90% de la deuda emitida). Este incremento masivo de participación internacional se debe al mayor apetito por el riesgo y la consiguiente búsqueda de rentabilidad, ya que a pesar de que los intereses en los países periféricos son bajos en comparación con los meses anteriores, respecto a sus homólogos europeos siguen estando bastante por encima.

La renta variable quiere quitar protagonismo a la fija

Siguiendo con la tendencia imperante desde mediados de 2012, los principales índices bursátiles han empezado 2013 con alzas (de magnitud desigual según el país) en un contexto de paulatina estabilización en los mercados financieros.

La evolución de la bolsa estadounidense desde finales de año hasta enero se ha visto afectada por el progreso en las negociaciones presupuestarias para evitar el «precipicio fiscal». Durante la última semana del año 2012, los índices estadounidenses experimentaron un retroceso debido a la incertidumbre generada por la demora del acuerdo entre republicanos y demócratas, aunque una vez cerrado el pacto los parqués desbordaron optimismo con alzas inmediatas del orden del 3%. Esta oleada de optimismo se ha sostenido en las semanas posteriores, dada la situación de estabilidad de los mercados de deuda soberana de la periferia europea y el inicio de la campaña de publicación de las cuentas de resultados del último trimestre de 2012. La mayor parte de las empresas norteamericanas que han presentado resultados han cumplido o superado las previsiones de los

analistas, afianzando así la corriente compradora.

Las bolsas europeas, y en particular la española, han participado de la tendencia alcista dominante en los parqués internacionales. El sector bancario se ha situado entre los delanteros, en claro contraste con las dinámicas dominantes hasta hace unos pocos meses. Las principales razones hay que buscarlas en los progresos en términos de estabilidad financiera y refuerzo de la solvencia bancaria antes mencionados. Además, los primeros anuncios de resultados por parte de empresas europeas no han deparado sorpresas negativas.

Las bolsas de los países emergentes evolucionan también de forma positiva, acumulando ganancias apreciables desde inicios del año, con especial atención a China. Es

ÍNDICES DE LAS PRINCIPALES BOLSAS MUNDIALES

21-1-2013

| | Índice (*) | % variación mensual | % variación acumulada | % variación anual |
|------------------------------|------------|---------------------|-----------------------|-------------------|
| Nueva York | | | | |
| <i>Dow Jones</i> | 13.649,7 | 3,5 | 4,2 | 7,3 |
| <i>Standard & Poor's</i> | 1.486,0 | 3,9 | 4,2 | 13,0 |
| <i>Nasdaq</i> | 3.134,7 | 3,8 | 3,8 | 12,5 |
| Tokio | 10.747,7 | 8,1 | 3,4 | 22,6 |
| Londres | 6.167,4 | 3,8 | 4,6 | 7,7 |
| Zona del euro | | | | |
| <i>Fráncfort</i> | 7.730,1 | 1,2 | 1,5 | 20,7 |
| <i>París</i> | 3.750,2 | 2,4 | 3,0 | 12,9 |
| <i>Ámsterdam</i> | 352,3 | 2,4 | 2,8 | 10,0 |
| <i>Milán</i> | 17.558,9 | 7,5 | 7,9 | 12,3 |
| <i>Madrid</i> | 8.629,3 | 4,1 | 5,7 | 0,8 |
| Zúrich | 7.347,1 | 6,6 | 7,7 | 20,0 |
| Hong Kong | 23.590,9 | 4,8 | 4,1 | 17,3 |
| Buenos Aires | 3.197,4 | 14,7 | 12,0 | 11,5 |
| São Paulo | 61.956,1 | 1,6 | 1,6 | -0,6 |

NOTA: (*) Nueva York: Dow Jones Industrial, 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.

Nuevos pasos de China para abrir su mercado financiero al mundo.

de destacada relevancia la senda política que el Gobierno chino está llevando a cabo en torno al mercado de renta variable. Con el claro objetivo de abrir su mercado financiero a los operadores internacionales, el Gobierno chino aumentó en 2012 las licencias QFII (*qualified foreign institutional investors*) que permiten operar en su país, y en 2013 pretende seguir con esta tendencia de mayor presencia extranjera en el mercado. Asimismo el Gobierno chino quiere que reviertan a los inversores parte de los beneficios que las empresas han generado, como medida económica

que mejore la renta de las familias y a la vez estimule el consumo doméstico.

De cara a 2013, es de esperar que los activos de renta variable consoliden su protagonismo, tomando el relevo al mercado de deuda corporativa. En un contexto económico y financiero más calmado y donde se espera que sea el año que marque el punto de inflexión hacia una recuperación de las economías europeas, todo hace pensar que el foco bursátil vuelva a estar marcado por las variables propias del escenario corporativo que mueven tradicionalmente este mercado.

Nuevos objetivos de política monetaria

La política monetaria está viviendo una revolución. Los acontecimientos recientes han llevado a los bancos centrales a tomar medidas excepcionales, algunas de ellas impensables antes de que estallara la crisis. Prueba de ello es que el tamaño de sus balances se ha incrementado a niveles inusitados. No obstante, lo que podría suponer un cambio aún más radical en política monetaria consiste en la adopción de nuevos objetivos, o *targets*. Ello se encuentra en el epicentro del debate actual sobre el papel que el banco central debe desempeñar promoviendo el crecimiento económico y la estabilidad financiera, ambos altamente deseables en la coyuntura actual.

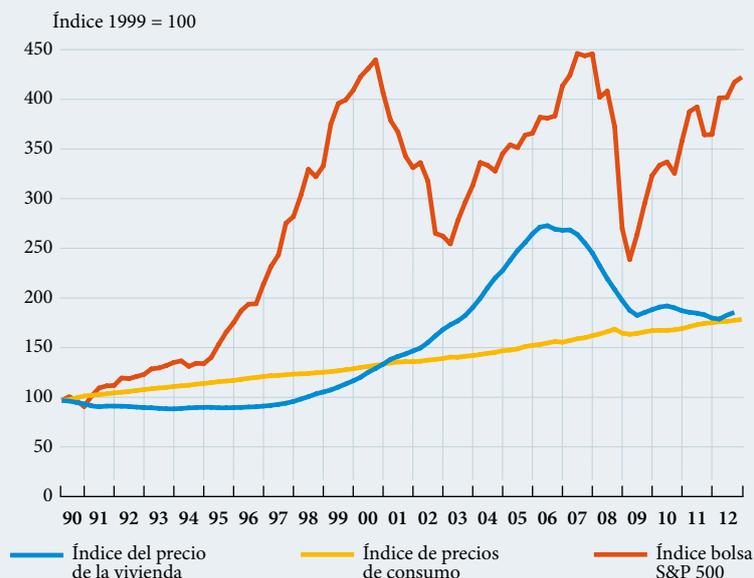
Durante los últimos 20 años, la mayoría de bancos centrales han perseguido un objetivo de inflación (*inflation targeting*). Así, se argumentaba, se consigue estabilidad de precios, y ello promueve un entorno macroeconómico estable para crecer de forma sostenida y equilibrada. Es indiscutible que la inflación es, y continuará siendo, un objetivo primordial de la política monetaria. Y, de hecho, esta visión más ortodoxa sigue teniendo muchos adeptos. Sin embargo, la crisis financiera global que se inició en 2007 puso de manifiesto que la moderación de los precios de los bienes de consumo no implica un comportamiento similar en los precios de otros activos, como los financieros o los inmobiliarios (véase gráfico siguiente). Así, tras un periodo de exceso de liquidez, se generaron burbujas especulativas cuyo estallido tuvo graves consecuencias para la estabilidad financiera.

Además, la recesión económica que siguió al periodo de turbulencias financieras ha hecho que la mayoría de países desarrollados estén creciendo por debajo de su potencial. Una vez más, los bancos centrales han conseguido mantener la inflación cerca de su nivel objetivo, pero, no obstante, no han conseguido evitar un estancamiento de la economía. Todo ello ha puesto en duda que la consecución de un objetivo de inflación sea la mejor estrategia para lograr los objetivos últimos de crecimiento económico y creación de empleo. Y, en consecuencia, cada vez más voces claman por la necesidad de redefinir, o incluso cambiar, los objetivos de la política monetaria.

La primera en mover ficha ha sido la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed). En un movimiento sin precedentes, la Fed anunció el pasado mes de diciembre que mantendrá una política monetaria expansiva hasta que la tasa de paro no se reduzca por debajo de un objetivo específico, concretamente del 6,5%, siempre y cuando la inflación a medio plazo no supere el 2,5%. Con esta actuación, la Fed muestra su compromiso en cumplir su doble

LA INFLACIÓN SE MANTUVO ESTABLE MIENTRAS SE FORMABAN BURBUJAS ESPECULATIVAS

Índice de precios de consumo, índice de precios de la vivienda Case-Shiller e índice de bolsa S&P 500, Estados Unidos



FUENTES: Thomson Reuters Datastream y elaboración propia.

mandato, que no solo consiste en mantener la estabilidad de precios, sino también en promover el pleno empleo. Se trata, en definitiva, de adoptar por primera vez un objetivo de paro explícito además del objetivo de inflación, con el fin de poner en el mismo plano de prioridad la consecución de sus dos mandatos.

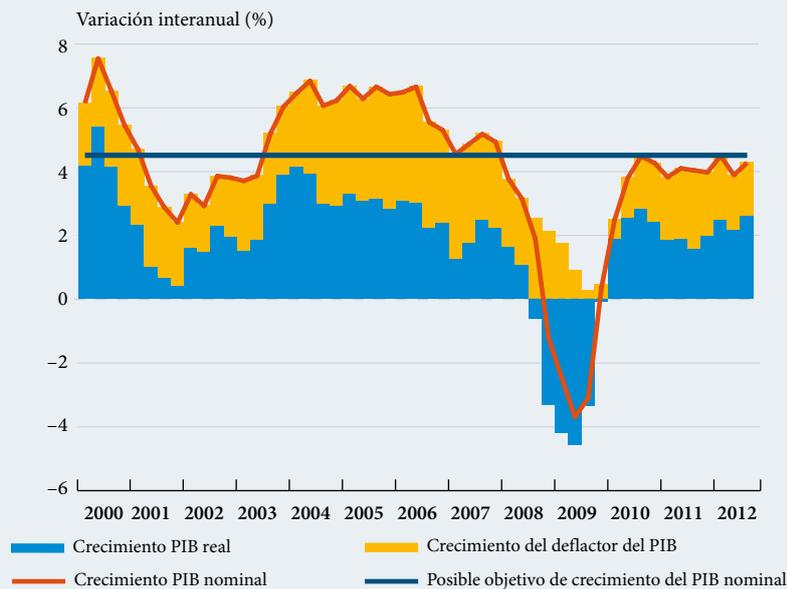
A pesar del importante cambio que ello supone, muchos piden ir más allá rediseñando de raíz el enfoque de la política monetaria. Una de las propuestas que está ganando más adeptos consiste en cambiar el actual objetivo de inflación por uno de crecimiento del PIB nominal⁽¹⁾. El atractivo de este objetivo es que no distingue entre inflación y crecimiento del PIB real. Así, ante un *shock* que redujera el crecimiento del PIB real por debajo de su nivel potencial, la nueva regla permitiría una política monetaria más expansiva a pesar de que ello podría suponer un aumento de la inflación. De esta forma, el banco central suavizaría las fluctuaciones macroeconómicas a expensas de una mayor volatilidad de la inflación. Repasando la evolución de los últimos datos, el banco central se podría comprometer a mantener una tasa de crecimiento del PIB nominal, por ejemplo del 4,5%, lo que correspondería alrededor de un 2% a inflación, cerca del objetivo actual, y un 2,5% al crecimiento potencial del PIB real a largo plazo. El gráfico siguiente muestra que el crecimiento del PIB nominal ha seguido un patrón similar en Estados Unidos desde 2010.

Y si bien, en el caso anterior, la disyuntiva se plantea en torno a la asignación de prioridades entre inflación y empleo, un segundo foco de debate se centra en cómo redefinir el enfoque de la política monetaria para dar un mayor peso a otra de las funciones que también recae sobre el banco central: velar por la estabilidad financiera. En este sentido, algunos sectores abogan por una gestión de dicha política que tenga en cuenta, de forma siste-

(1) Esta propuesta ha sido apoyada por el profesor Michael Woodford, de la Universidad de Columbia y por la profesora Christina Romer, de la Universidad de Berkeley. Incluso desde los ámbitos oficiales, se desprende cierta simpatía por tal propuesta, como evidenció, por ejemplo, un discurso reciente de la vicepresidenta de la Fed, Janet Yellen.

EL PIB NOMINAL COMO OBJETIVO DE POLÍTICA MONETARIA

Descomposición del crecimiento del PIB nominal entre PIB real y deflactor del PIB, Estados Unidos



FUENTES: Thomson Reuters Datastream y elaboración propia.

mática, los precios de los activos, especialmente inmobiliarios y financieros, a fin de prevenir la formación de burbujas especulativas.

Este, de hecho, no es un debate nuevo. Ya en la época de Alan Greenspan, la Fed discutió ampliamente el papel de la política monetaria ante tales situaciones. Por un lado, se reconocía la imposibilidad de detectar las burbujas *ex ante* debido a la dificultad de discernir cuándo los precios de los activos están por encima de su valor fundamental. Por otro lado, el aumento de tipos de interés necesario para desinflar burbujas era tal que se corría un alto riesgo de generar una profunda recesión. Así, el consenso alcanzado fue que la única alternativa era actuar *ex post*, es decir, adoptar una política monetaria expansiva una vez que la burbuja ha estallado. Esta estrategia se conoce como *mop-up*, ilustrando la idea de que el papel del banco central es simplemente «limpiar» los escombros tras el estallido.

Vistas las devastadoras consecuencias de esa estrategia de barrido, los defensores de que el banco central debe actuar para desinflar la burbuja, lo que se denomina *leaning against the wind* o «ir contra el viento», están posicionándose rápidamente para ganar la partida. Se ha reconocido que el tipo de interés es un instrumento poco efectivo para este fin y, por ello, se ha decidido adoptar un nuevo marco para la gestión de los riesgos sistémicos: las políticas macroprudenciales.

Actualmente existe también un intenso debate sobre qué herramientas deberían usarse. Por ejemplo, se proponen medidas como establecer restricciones en el crédito que se puede otorgar en relación con el valor del activo, para así evitar que un exceso de crédito incremente los precios muy por encima de su valor fundamental. A pesar

de que se han considerado un amplio número de instrumentos macroprudenciales, aún no existe consenso sobre cuáles podrían ser más efectivos, ni tampoco sobre cómo combinarlos para mitigar riesgos sistémicos.

Incluso cuando se acuerde el conjunto de instrumentos, su utilización no está exenta de dificultades. En primer lugar, se reduce la transparencia de las decisiones de política económica, pues se dispone de múltiples instrumentos para alcanzar varios objetivos, con lo que los esfuerzos de comunicación del banco central deberán ser aún mayores. Es importante recordar que la efectividad de la política monetaria radica, en gran parte, en su capacidad de afectar a las expectativas de los agentes económicos, por lo que es de suma importancia que estos sean capaces de interpretar las decisiones del banco central. En segundo lugar, y quizás aún más importante, la actuación sobre determinados activos, reales o financieros, puede perjudicar a ciertos sectores o grupos de interés que podrían ofrecer resistencia a su aplicación. Ello podría dificultar su utilización, por ser políticamente muy costosa, y reducir su efectividad. En este contexto, garantizar la independencia del banco central adquiere, sin duda, mayor importancia.

En definitiva, cambios de paradigma como los propuestos podrían mejorar el crecimiento económico y la estabilidad financiera. Sin embargo, no hay que olvidar que no están exentos de riesgos. Lo que podría estar en juego es la credibilidad de los bancos centrales como garantes de la estabilidad de precios. Y ello debería considerarse con la máxima cautela.

*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

El PIB se contrae un 0,7% en el cuarto trimestre de 2012.

El año 2013 empieza con tímidas señales de recuperación

Según el avance del INE, la contracción del producto interior bruto (PIB) se aceleró cuatro décimas en el último trimestre del año hasta el 0,7% intertrimestral. De esta forma, el retroceso para el conjunto del año 2012 se situó en el 1,4%, una décima por encima de la previsión oficial del Gobierno español (-1,5%). Esta evolución más favorable se debe, en parte, a la relajación de las tensiones en los mercados financieros, que ha ayudado a mejorar la confianza en la economía española.

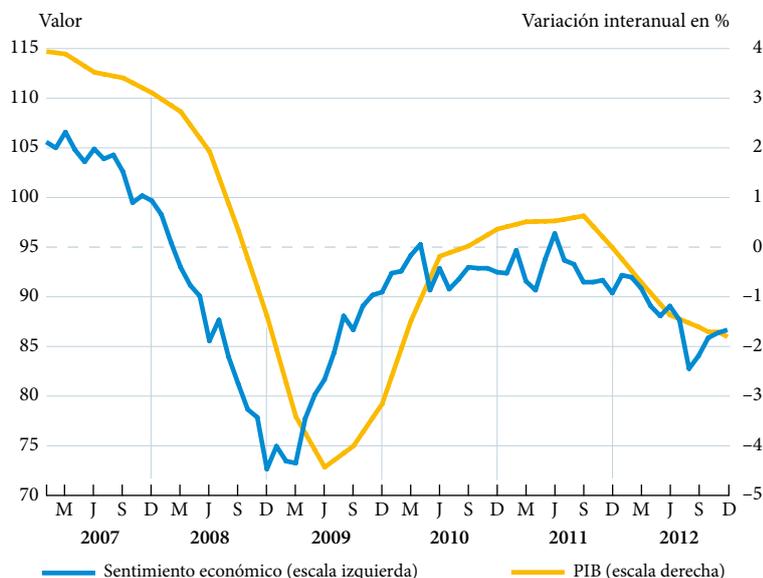
Así, el índice de sentimiento económico subió en diciembre por cuarto mes conse-

cutivo y se situó en los 86,7 puntos. Todos sus componentes se movieron al alza, excepto la confianza del consumidor. Esta siguió retrocediendo y, probablemente, le costará más recuperarse debido a la elevada tasa de paro y la pérdida de poder adquisitivo de los hogares.

Esta ligera mejora en los índices de confianza en el mes de diciembre aún no ha alcanzado a la economía real. En efecto, los indicadores de actividad del cuarto trimestre todavía muestran un importante declive. Por el lado de la oferta, el índice de producción industrial corregido de efecto calendario presentó una variación interanual del -7,2% en noviembre, arrastrado por la producción de bienes de equipo, que

EL RETROCESO DE LA ACTIVIDAD NO PARECE QUE VAYA A MÁS

Producto interior bruto e índice de sentimiento económico



FUENTES: INE y Comisión Europea.

cayó un 12,9%. El resto de sectores industriales también experimentaron tasas de variación interanuales negativas.

Otros indicadores de actividad, como el consumo de electricidad o de cemento, también anotaron retrocesos en el mes de diciembre, del 3,1% y del 36,8%, respectivamente. Solamente el índice de gestores de compras PMI ofrece una visión un poco más optimista. Concretamente, el índice PMI del sector manufacturero disminuyó ligeramente en el mes de diciembre hasta los 44,6 puntos, pero cierra el cuarto trimestre con unos niveles claramente superiores a los de los dos trimestres anteriores. El índice PMI del sector servicios, por su lado, también mejoró en

los últimos meses, acabando el año en 44,3 puntos. De todas formas, los niveles actuales todavía son compatibles con tasas de crecimiento del PIB negativas, pues se encuentran muy por debajo de los 50 puntos, umbral a partir del cual se suelen producir tasas de crecimiento positivas.

Por el lado de la demanda, los indicadores de actividad del cuarto trimestre también mostraron gran debilidad. Por ejemplo, las matriculaciones de automóviles y de vehículos industriales aceleraron su tasa de caída en el mes de diciembre, hasta el -23,0% y el -35,7% interanual, respectivamente. La producción de bienes de consumo, por su lado, retrocedió un 6,4% interanual en el mes de noviembre.

El índice PMI mejora ligeramente en el cuarto trimestre...

INDICADORES DE OFERTA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

| | 2010 | 2011 | 2012 | | | | | | |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|-----------|-----------|
| | | | IV | I | II | III | Octubre | Noviembre | Diciembre |
| Industria | | | | | | | | | |
| Consumo de electricidad (1) | 2,7 | -1,3 | -4,1 | -1,8 | -1,3 | -1,9 | -1,2 | -3,0 | -3,1 |
| Índice de producción industrial (2) | 0,8 | -1,4 | -5,0 | -5,8 | -7,1 | -5,5 | -3,1 | -7,2 | ... |
| Indicador de confianza en la industria (3) | -13,8 | -12,5 | -16,5 | -14,8 | -17,1 | -20,0 | -20,5 | -17,2 | -16,0 |
| 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 | -0,1 | -3,3 | ... |
| Construcción | | | | | | | | | |
| Consumo de cemento | -15,4 | -16,4 | -24,6 | -31,3 | -37,8 | -34,6 | -24,7 | -33,7 | -36,8 |
| Indicador de confianza en la construcción (3) | -29,7 | -55,4 | -53,6 | -50,4 | -52,2 | -55,5 | -56,6 | -67,0 | -60,7 |
| 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 | -7,9 | ... |
| Turistas extranjeros | 1,0 | 6,7 | 6,7 | 2,6 | 3,1 | 4,8 | -3,2 | 0,2 | ... |
| Ingresos turismo | 3,9 | 8,6 | 5,7 | 0,5 | -0,1 | 2,4 | -1,7 | ... | ... |
| 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 | -10,3 |
| Consumo de gasóleo automoción | -1,2 | -3,7 | -5,6 | -4,3 | -5,8 | -7,8 | -3,4 | -6,6 | ... |

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

(2) Filtrado de diferencias del calendario laboral.

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

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

(5) En volumen.

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

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

...aunque la demanda interna acelera su caída.

En efecto, el Banco de España estima que la demanda nacional aceleró el ritmo de caída en el cuarto trimestre, con una aportación negativa al crecimiento intertrimestral del PIB de -1,9 puntos porcentuales. Esta contribución fue ocho décimas inferior a la registrada durante el trimestre anterior. Ello se debe en gran parte a que se ha deshecho el efecto temporal del avance del consumo y la inversión registrados en el tercer trimestre debido al incremento del IVA en septiembre. Por su lado, se estima que la demanda externa tuvo una aportación positiva al PIB de 1,4 puntos porcentuales, seis décimas más que el trimestre anterior. De este modo, el sector exterior sigue atenuando la velocidad de caída de la economía española.

El año 2013 ha empezado con una relajación substancial de las tensiones en los mercados financieros y con una tímida recuperación de la confianza. Ello podría

marcar un cambio de tendencia en la evolución de la economía española. Así, a pesar de que el PIB seguirá en retroceso durante la primera mitad del año, esperamos que la magnitud de la contracción sea menor que la experimentada en el cuarto trimestre de 2012, para alcanzar tasas de crecimiento positivas, pero moderadas, en la segunda mitad del año. Según nuestras previsiones, el crecimiento para el conjunto del año 2013 será del -1,3%. Esta previsión es ligeramente más optimista que la del consenso de analistas, que en el mes de enero la situaban en el -1,6%, pero bastante más pesimista que la previsión del Gobierno, que es del -0,5%.

El Fondo Monetario Internacional (FMI), en su informe de perspectivas de la economía mundial, aumentó la recesión prevista para España. Así, el FMI prevé que este año será peor que el 2012, con una contracción del PIB del 1,5%, lo que supone

INDICADORES DE DEMANDA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

| | 2010 | 2011 | 2011 | | | 2012 | | | |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|-----------|-----------|
| | | | IV | I | II | III | Octubre | Noviembre | Diciembre |
| Consumo | | | | | | | | | |
| Producción de bienes de consumo (*) | 0,8 | -1,0 | -2,2 | -3,7 | -4,5 | -4,8 | -2,5 | -6,4 | ... |
| Importación de bienes de consumo (**) | -9,5 | -2,2 | 0,4 | -6,1 | -11,3 | -12,3 | -26,0 | -7,2 | ... |
| Matriculaciones de automóviles | 3,1 | -17,7 | -5,5 | -1,9 | -13,7 | -17,8 | -21,7 | -20,3 | -23,0 |
| 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 | -40,0 |
| Inversión | | | | | | | | | |
| Producción de bienes de equipo (*) | -3,3 | 0,8 | -4,8 | -10,3 | -13,9 | -10,8 | -6,2 | -12,8 | ... |
| Importación de bienes de equipo (**) | 6,5 | -3,1 | -7,2 | -11,5 | -11,9 | -15,8 | 1,4 | -12,4 | ... |
| Matriculación de vehículos industriales | 7,0 | -6,6 | -15,1 | -19,1 | -26,6 | -27,9 | -18,0 | -24,9 | -35,7 |
| Comercio exterior (**) | | | | | | | | | |
| Importaciones no energéticas | 10,3 | 1,0 | -3,1 | -8,7 | -8,5 | -7,6 | -8,9 | -5,3 | ... |
| Exportaciones | 15,6 | 10,1 | 5,4 | -0,3 | 2,7 | 2,5 | 8,6 | -2,7 | ... |

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

(**) En volumen.

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

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

una décima menos de lo que preveía en su informe de octubre. En 2014 comenzará la recuperación, con un crecimiento del 0,8%, dos décimas por debajo de lo previsto en su informe de octubre.

El informe del FMI es bastante más optimista sobre la evolución de la economía mundial, sobre todo por el tirón que espera para los países emergentes. La directora gerente del FMI, Christine Lagarde, ha señalado que en 2012 se evitó el colapso, que hubiera tenido consecuencias devastadoras. Así, espera que el crecimiento mundial se afianzará gradualmente en 2013, lo que podría ayudar al sector exportador español, un soporte imprescindible para encauzar el camino hacia la recuperación.

En este sentido, es interesante revisar la evolución de los distintos sectores de actividad desde que se inició la recesión en el primer trimestre de 2008, con el fin de vis-

lumbrar qué sectores podrían liderar la recuperación (véase el gráfico siguiente). En primer lugar, no sorprende que el sector de la construcción sea el que acumula una mayor caída. En los últimos 5 años, el valor añadido bruto de este sector ha retrocedido un 34,3% en términos reales. Además, las perspectivas para este sector no son nada halagüeñas, pues el exceso de oferta de viviendas sigue siendo considerable.

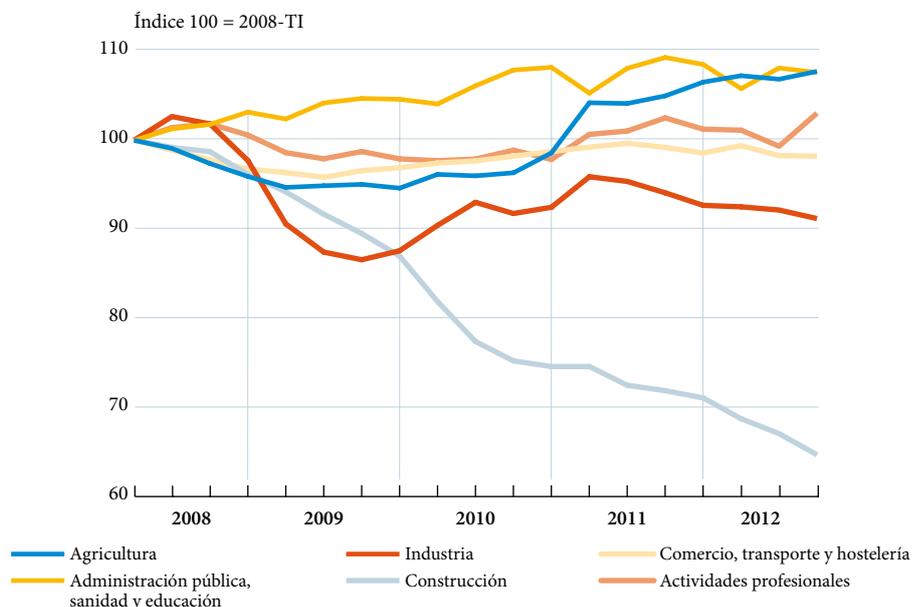
El resto de sectores, sin embargo, mostraron una evolución un poco más esperanzadora. La industria fue el que más retrocedió en la primera fase de la recesión, tocando fondo en el tercer trimestre de 2009 y acumulando una caída en dos años del 13,0%. A partir de ahí, se inició una rápida recuperación. No obstante, esta se truncó a partir del primer trimestre de 2011 y aún no muestra signos de mejora. En conjunto, este sector acumula una variación del -8,5% desde 2008.

El FMI pronostica un retroceso del PIB del 1,5% en 2013.

El sector de la construcción acumula una caída del 34,3% desde el primer trimestre de 2008.

A PESAR DEL CONTINUADO DETERIORO DE LA CONSTRUCCIÓN, OTROS SECTORES MUESTRAN MEJOR EVOLUCIÓN

Valor añadido bruto por sectores de oferta



FUENTES: INE y elaboración propia.

Mercado de trabajo

El ritmo de caída del total de afiliados se acelera seis décimas en el último trimestre hasta el 4,1% interanual...

El mercado laboral cierra un mal año

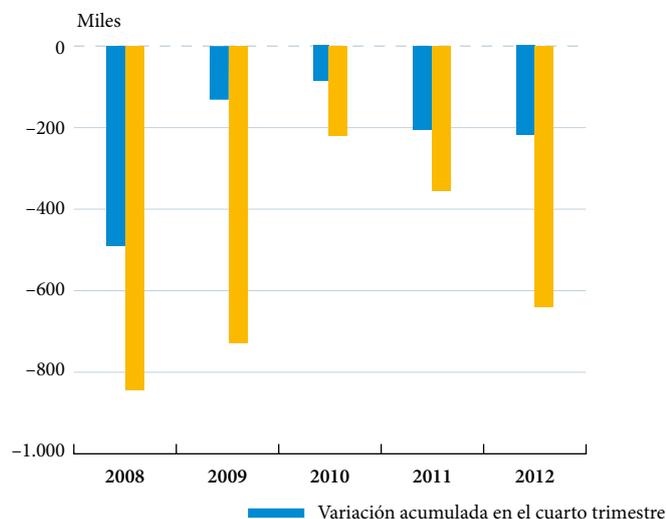
La intensificación de la caída de la actividad económica en el cuarto trimestre de 2012 hizo mella en el mercado de trabajo, que continuó destruyendo empleo a gran velocidad. Sin embargo, los indicadores avanzados de actividad sugieren que se ha frenado el declive, por lo que podría verse un cambio de tendencia en el tono contractivo en los próximos meses. Si bien esta mejora puede tardar en trasladarse al mercado laboral, los resultados de las encuestas sobre la intención de contratar trabajadores conceden también un moderado optimismo. Paralelamente, la apertura de los mercados de financiación internacionales y la puesta en marcha de la Sareb pueden dar aliento al sistema financiero y

facilitar así el acceso a la financiación por parte de las empresas.

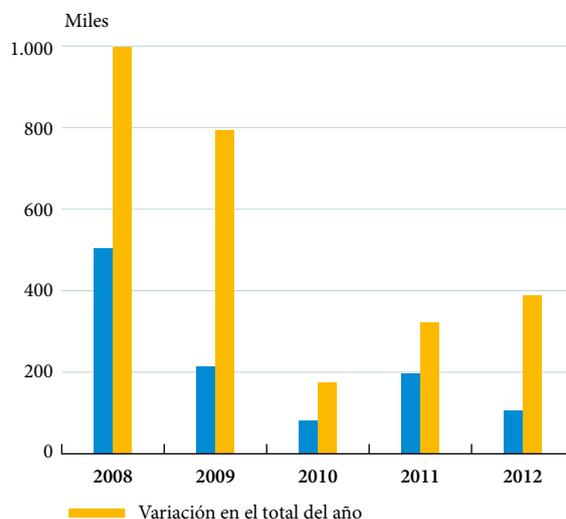
En el último trimestre del año 2012, los registros del mercado laboral continuaron exhibiendo un importante deterioro. El número de afiliados en alta a la Seguridad Social descendió en 364.929 personas, de forma que la tasa de variación interanual del empleo empeoró seis décimas de octubre a diciembre hasta el 4,6%. De este modo, 2012 cerró con 787.241 afiliados menos, una cifra próxima al empleo destruido en 2008, el peor año de la historia, y más del doble del volumen perdido en 2011. El número de afiliados se sitúa actualmente en 16,4 millones, nivel comparable con el de mediados de 2002.

EL MERCADO LABORAL CIERRA EL AÑO CON UN BALANCE DECEPCIONANTE

Afiliados en alta a la Seguridad Social (*)



Paro registrado (*)



NOTA: (*) Corregido el efecto de los cambios normativos que afectan al convenio especial de los cuidadores no profesionales de la Ley de Dependencia (RD 20/2012).
FUENTES: Ministerio de Empleo y Seguridad Social, Servicio Público de Empleo Estatal y elaboración propia.

Sin embargo, los resultados de este cuarto trimestre incluyen el efecto de la extinción de convenios especiales de la Seguridad Social para cuidadores no profesionales, que suman casi 150.000 individuos. Una vez descontado este cambio normativo, el retroceso de afiliados se situaría en 218.450 en el trimestre, de forma que la caída del empleo estaría más en línea con lo observado en los meses precedentes. Corrigiendo este efecto, el descenso en afiliados del cuarto trimestre se parece al que se produjo en 2011, cuando empezó la recaída de la economía española, y está lejos del histórico retroceso de 2008.

Entre los distintos sectores, el de los servicios es el que cuenta con la peor evolución en términos de destrucción de empleo, ya que esta se aceleró significativamente, en medio punto, hasta el 2,5% interanual. Por lo que respecta al sector de la industria, el

ritmo de caída de afiliados se mantuvo estable en el 6,0% interanual. Por el contrario, la evolución de la construcción mostró un ligero repunte, pero aún es temprano para dilucidar si ello marcará un cambio de tendencia.

Una lectura más positiva la otorgan los datos de afiliados por cuenta propia, que muestran una estabilización en su proceso de ajuste, con una tasa de caída que se ha mantenido sin variación entre octubre y diciembre alrededor del 1,6% interanual. Ello contrasta con la mala evolución del número de asalariados, que intensificó su deterioro hasta el -4,7% interanual en el último trimestre de 2012. Esta diferente trayectoria según la situación profesional responde principalmente a dos factores. En primer lugar, la difícil situación del mercado laboral ha impulsado la búsqueda de fórmulas alternativas dando un em-

...impulsado por el efecto de la extinción del convenio especial de cuidadores no profesionales.

La pérdida de afiliación se concentra en el sector de los servicios.

INDICADORES DE EMPLEO

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

| | 2010 | 2011 | 2012 | | | | | | |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | | | IV | I | II | III | Octubre | Noviembre | Diciembre |
| Afiliados a la Seguridad Social (1) | | | | | | | | | |
| Sectores de actividad | | | | | | | | | |
| <i>Industria</i> | -4,8 | -2,7 | -3,3 | -4,2 | -5,2 | -5,9 | -6,0 | -6,0 | -5,9 |
| <i>Construcción</i> | -13,4 | -12,2 | -14,9 | -16,4 | -17,3 | -17,7 | -17,4 | -17,0 | -16,0 |
| <i>Servicios</i> | 0,0 | 0,2 | -0,3 | -0,9 | -1,6 | -1,8 | -1,9 | -2,6 | -3,2 |
| Situación profesional | | | | | | | | | |
| <i>Asalariados</i> | -1,8 | -1,4 | -2,1 | -2,9 | -3,7 | -3,9 | -4,0 | -4,7 | -5,2 |
| <i>No asalariados</i> | -2,8 | -1,2 | -1,0 | -1,3 | -1,3 | -1,4 | -1,6 | -1,6 | -1,5 |
| Total | -2,0 | -1,3 | -1,9 | -2,6 | -3,2 | -3,5 | -3,6 | -4,2 | -4,6 |
| 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 | 17,8 |
| Temporales | 3,8 | 1,0 | -1,2 | -6,7 | -4,8 | -5,1 | 8,3 | -7,3 | -10,8 |
| Total | 2,8 | 0,1 | -3,0 | -7,8 | -4,8 | -5,0 | 10,2 | -5,4 | -9,2 |

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.

La tasa de incremento interanual del paro registrado se mantiene elevada.

pujón al número de emprendedores. En segundo lugar, en los últimos meses, la pérdida de asalariados del sector público ha ido ganando más profundidad en términos relativos.

Por su parte, el año 2012 se salda con un incremento del número de parados registrados de 426.364 hasta totalizar 4.848.723. No obstante, es preciso resaltar que los datos de diciembre se desmarcaron de la mala evolución del conjunto del año. Así, el número de parados disminuyó en 59.094, la mayor caída en un mes de diciembre desde que se poseen datos, y ello hizo que la tasa de variación interanual se redujera 14 décimas hasta el 9,6%.

Aunque las discrepancias entre la variación del número de parados registrados y la afiliación son habituales, y marcan los movimientos de la población activa, la observada en el cuarto trimestre de 2012 es especialmente relevante. Si se toman los registros depurados por el efecto de los cuidadores, el paro registrado aumentó en 104.000 personas mientras la afiliación

cedió aproximadamente el doble. La divergencia entre ambas series fue todavía mayor en el mes de diciembre. Este distanciamiento entre el total de afiliados y parados apunta a que la corrección trimestral de la población activa será probablemente la más elevada desde el inicio de la crisis.

A pesar de esta despedida del año tan poco halagüeña en el mercado laboral, las perspectivas resultan un tanto más esperanzadoras cuando se observan los resultados de la encuesta de la Comisión Europea sobre la intención de contratar trabajadores en los próximos tres meses. En efecto, aunque este índice cayó significativamente en todos los sectores durante octubre y noviembre, experimentó un repunte en el mes de diciembre. En concreto, el indicador mejoró seis y cuatro décimas este mes en el sector manufacturero y de servicios, respectivamente. Esperemos que durante los próximos meses esta mejora en las expectativas acabe generando más empleo y empiece así la senda de recuperación del mercado laboral.

PARO REGISTRADO POR SECTORES, SEXO Y EDADES

Diciembre 2012

| | Parados | Variación sobre diciembre 2011 | | % participación |
|---------------------|------------------|--------------------------------|------------|-----------------|
| | | Absoluta | % | |
| Por sectores | | | | |
| Agricultura | 187.876 | 41.915 | 28,7 | 3,9 |
| Industria | 543.055 | 33.585 | 6,6 | 11,2 |
| Construcción | 755.832 | -20.096 | -2,6 | 15,6 |
| Servicios | 2.993.492 | 380.963 | 14,6 | 61,7 |
| Primer empleo | 368.468 | -10.003 | -2,6 | 7,6 |
| Por sexos | | | | |
| Hombres | 2.407.907 | 198.169 | 9,0 | 49,7 |
| Mujeres | 2.440.816 | 228.195 | 10,3 | 50,3 |
| Por edades | | | | |
| Menores de 25 años | 456.635 | -3.926 | -0,9 | 9,4 |
| Resto de edades | 4.392.088 | 430.290 | 10,9 | 90,6 |
| TOTAL | 4.848.723 | 426.364 | 9,6 | 100,0 |

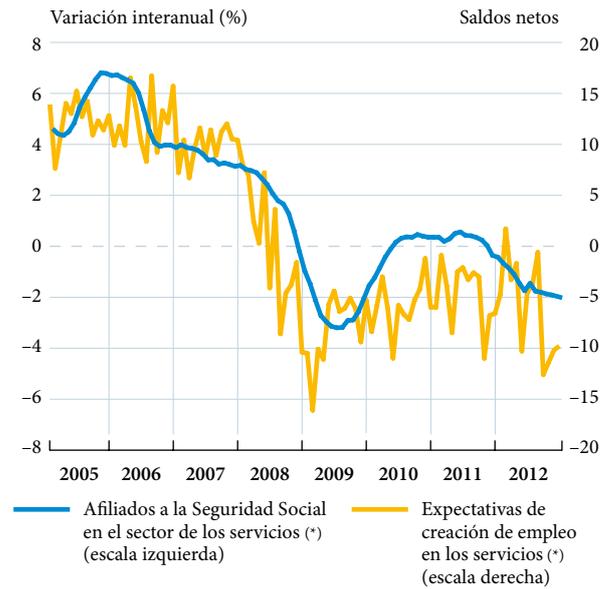
FUENTES: Ministerio de Empleo y Seguridad Social, Servicio Público de Empleo Estatal y elaboración propia.

EL MEJOR COMPORTAMIENTO DE LAS EXPECTATIVAS DE CREACIÓN DE EMPLEO PODRÍA MARCAR LA ESTABILIZACIÓN DEL MERCADO DE TRABAJO

Indicadores de empleo del sector de la industria



Indicadores de empleo del sector servicios



NOTA: (*) Corregido el efecto de los cambios normativos que afectan al convenio especial de los cuidadores no profesionales de la Ley de Dependencia (RD 20/2012). 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: Ministerio de Empleo y Seguridad Social, encuestas de opinión de la Comisión Europea y elaboración propia.

Precios

La inflación en el mes de diciembre permanece en el 2,9% interanual.

El IPC se mantiene estable en diciembre

El dato de inflación del mes de diciembre subió una décima en relación con el mes anterior. Esto propició que el índice de precios de consumo (IPC) mantuviera la tasa interanual en el 2,9%, igualando el registro del mes de noviembre. En cambio, el índice subyacente, excluyendo los componentes más volátiles, es decir, alimentación y energía, presentó un crecimiento intermensual nulo y permitió la reducción de dos décimas hasta el 2,1% de su variación interanual.

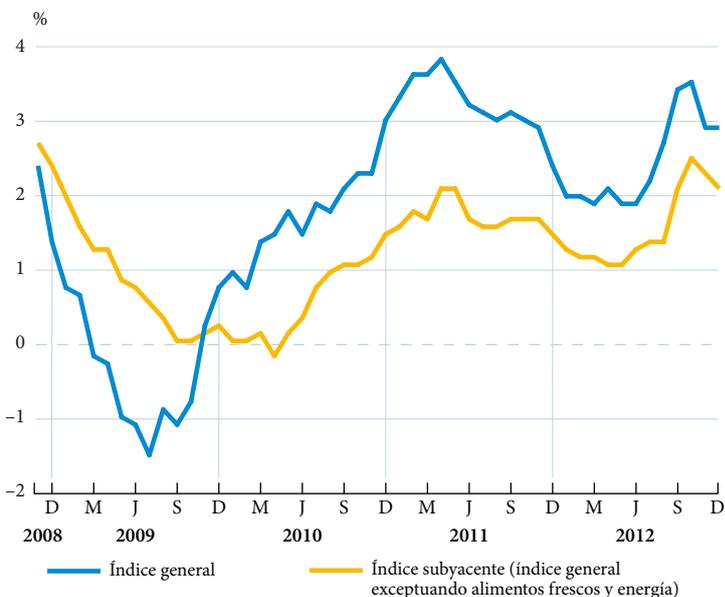
Esta diferencia entre la inflación general y la subyacente responde al incremento en la

rúbrica de alimentación y bebidas no alcohólicas, que presentó una tasa mensual del 0,5% y tuvo una repercusión de 0,08 décimas en el crecimiento interanual del índice general. En concreto, destaca la subida de los precios de las legumbres y hortalizas frescas, así como del pescado fresco y los aceites. Ello se vio acompañado por el incremento de los precios en ocio y cultura, con una variación mensual del 1,8%.

Estos incrementos fueron contrarrestados por la caída intermensual de vestido y calzado con una tasa del 1,6%, que recoge los efectos de las primeras bajadas de precios de la campaña de rebajas de invierno, que en algunas comunidades autónomas se han avanzado. El otro epígrafe que ha con-

LA INFLACIÓN SE MANTIENE EN NIVELES RELATIVAMENTE ELEVADOS

Variación interanual del IPC



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística (INE).

tenido la subida del IPC ha sido el transporte, cuya variación mensual del -0,2% se debe al retroceso de los precios de los carburantes y lubricantes. Por lo tanto, mantiene la tendencia iniciada en noviembre.

Haciendo un repaso global del año 2012, destacamos que el IPC interanual se movió en un rango entre el 1,9% y el 3,5% interanual. Los niveles más altos se alcanzaron en los meses de septiembre y octubre. El motivo fue la entrada en vigor de la subida del impuesto sobre el valor añadido y

el encarecimiento de los medicamentos debido a un cambio en la normativa de financiación de los mismos, entre ellos las fórmulas de copago. La importante caída de los precios energéticos en el mes de noviembre ha permitido recortar la inflación hasta el 2,9% interanual, registro en el que ha cerrado el año 2012.

En la tabla siguiente puede observarse el desglose de la inflación por componentes. Las clases de gasto más inflacionistas fueron medicina, con un crecimiento del 13,3%

La volatilidad en la inflación durante 2012 se justifica por el incremento de impuestos.

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO POR GRUPOS DE COMPONENTES

Diciembre 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 | 104,2 | 0,3 | 0,5 | 2,1 | 3,0 | 2,1 | 3,0 |
| Bebidas alcohólicas y tabaco | 107,6 | 0,0 | 0,2 | 4,2 | 5,4 | 4,2 | 5,4 |
| Vestido y calzado | 109,2 | -1,4 | -1,6 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 |
| Vivienda | 106,9 | 0,1 | -0,1 | 5,8 | 5,6 | 5,8 | 5,6 |
| Menaje | 102,2 | 0,1 | 0,1 | 1,1 | 1,2 | 1,1 | 1,2 |
| Medicina | 110,8 | 0,1 | -0,1 | -2,8 | 13,3 | -2,8 | 13,3 |
| Transporte | 103,9 | -0,2 | -0,2 | 4,9 | 3,1 | 4,9 | 3,1 |
| Comunicaciones | 96,4 | 0,0 | 0,0 | -1,6 | -2,7 | -1,6 | -2,7 |
| Ocio y cultura | 102,1 | 2,2 | 1,8 | 1,3 | 0,8 | 1,3 | 0,8 |
| Enseñanza | 112,7 | 0,0 | 0,1 | 2,8 | 10,5 | 2,8 | 10,5 |
| Hoteles, cafés y restaurantes | 100,8 | 0,2 | 0,0 | 1,2 | 0,8 | 1,2 | 0,8 |
| Otros | 104,0 | 0,2 | 0,0 | 2,7 | 3,3 | 2,7 | 3,3 |
| Agrupaciones | | | | | | | |
| Alimentos con elaboración | 104,6 | 0,2 | 0,2 | 3,1 | 3,1 | 3,1 | 3,1 |
| Alimentos sin elaboración | 104,7 | 0,5 | 1,1 | 0,7 | 3,9 | 0,7 | 3,9 |
| Conjunto no alimentario | 104,2 | 0,1 | 0,0 | 2,4 | 2,7 | 2,4 | 2,7 |
| Bienes industriales | 105,7 | -0,3 | -0,4 | 3,0 | 3,3 | 3,0 | 3,3 |
| <i>Productos energéticos</i> | 109,1 | -0,3 | -0,3 | 10,3 | 7,6 | 10,3 | 7,6 |
| <i>Carburantes y combustibles</i> | 107,5 | -0,4 | -0,4 | 10,6 | 5,7 | 10,6 | 5,7 |
| <i>Bienes industriales sin productos energéticos</i> | 104,3 | -0,3 | -0,5 | 0,3 | 1,5 | 0,3 | 1,5 |
| Servicios | 102,7 | 0,5 | 0,4 | 1,7 | 2,2 | 1,7 | 2,2 |
| Inflación subyacente (**) | 103,6 | 0,2 | 0,0 | 1,5 | 2,1 | 1,5 | 2,1 |
| ÍNDICE GENERAL | 104,3 | 0,1 | 0,1 | 2,4 | 2,9 | 2,4 | 2,9 |

NOTAS: (*) Base 2011 = 100.

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

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

Medicina y enseñanza son los epígrafes más inflacionistas en 2012.

interanual por los motivos ya comentados, y enseñanza, con un crecimiento del 10,5%, debido sobre todo al incremento en las tasas universitarias. En cambio, la debilidad de la actividad económica contuvo el precio de otros productos. Entre estos, merecen destacar la rúbrica de vestido y calzado, que mostró un crecimiento interanual del 0,3%, así como ocio y cultura, que presentó un alza de tan solo un 0,8%. Finalmente, las comunicaciones presentaron una caída interanual del 2,7%. Estas tres clases de gasto son, probablemente, las que sufrieron de forma más intensa la reducción de gasto de las familias.

Las perspectivas de inflación para este año vienen marcadas, en parte, por la ligera tendencia bajista que se espera que registre el precio del petróleo. Efectivamente, esperamos que el precio actual de petróleo de calidad Brent se reduzca desde los 110 dólares actuales hasta los 105 dólares por barril a finales de este año. Por otra parte, nuestra previsión de la cotización del euro frente al dólar presenta una ligera apreciación de la moneda única. Estos efectos combinados esbozan unos niveles de pre-

cios energéticos que, en comparación con el año 2012, no deberían aportar presiones inflacionistas al IPC. Además, la debilidad de la economía, así como la cancelación a partir de septiembre del efecto escalón producido por la subida del IVA, debería permitir una ligera tendencia a la baja de la inflación. Todos estos efectos nos obligan a realizar una ligera revisión a la baja del IPC para el conjunto de este año del 2,3% al 2,1% interanual en promedio.

Una menor tasa de inflación permitirá cerrar un poco el diferencial con la eurozona, que actualmente es de 0,8 puntos porcentuales, y ayudará a mejorar la competitividad de la economía española. Esto es positivo en un contexto en el que España está realizando un ajuste de reducción de costes sin la posibilidad de depreciar su divisa. Por otra parte, y tras los últimos datos sobre la renta disponible y la capacidad de ahorro de las familias españolas, un descenso de la inflación en comparación con el año 2012 implicará un menor deterioro en la capacidad de consumo de las mismas.

Rebajamos nuestra previsión de inflación para este año en dos décimas, hasta el 2,1%.

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 | 0,1 | 2,9 | 2,9 |

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

Sector exterior

Nueva corrección del déficit exterior pese a la débil demanda externa

En el tercer trimestre de 2012 la economía española presentó una capacidad de financiación de 3.243 millones de euros. Esto significa que el ahorro nacional fue suficiente para financiar toda la inversión realizada en el país, sin necesidad de recurrir al exterior, lo que no ocurría desde el año 1998. Este nuevo dato confirma el buen ritmo de corrección del desequilibrio externo durante el año pasado. Esperamos que esta tendencia se mantenga durante

los próximos trimestres para alcanzar un superávit corriente al finalizar 2013. Sin embargo, una recuperación de la demanda europea durante el segundo semestre del año menor a la prevista podría modificar la senda de ajuste del déficit exterior.

Durante el último lustro, el sector exterior se ha convertido en el principal soporte de la economía española y ha neutralizado, parcialmente, la debilidad de la demanda interna del país. En un marco de desapalancamiento del sector privado y ganancias continuadas de competitividad, la

La economía española presenta una capacidad de financiación de 3.243 millones de euros en el tercer trimestre de 2012.

BALANZA DE PAGOS

Octubre 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 | -23.209 | -31,8 | -28.915 | 13.867 | -32,4 |
| Servicios | | | | | |
| <i>Turismo</i> | 28.623 | 2,5 | 31.309 | 873 | 2,9 |
| <i>Otros servicios</i> | 5.968 | 131,9 | 7.030 | 4.511 | 179,1 |
| Total | 34.591 | 13,4 | 38.339 | 5.384 | 16,3 |
| Rentas | -17.523 | -15,6 | -22.858 | 1.218 | -5,1 |
| Transferencias | -8.770 | 19,1 | -7.313 | -1.767 | 31,9 |
| Total | -14.910 | -52,9 | -20.748 | 18.702 | -47,4 |
| Cuenta de capital | 4.927 | 10,6 | 5.960 | 314 | 5,6 |
| Balanza financiera | | | | | |
| Inversiones directas | 6.641 | - | 8.382 | 11.067 | - |
| Inversiones de cartera | -60.773 | 251,5 | -66.559 | -42.996 | 182,5 |
| Otras inversiones | -156.944 | - | -202.588 | -200.937 | - |
| Total | -211.075 | - | -260.765 | -232.867 | - |
| Errores y omisiones | 5.536 | - | 3.576 | 1.161 | 48,1 |
| Variación de activos del Banco de España | 215.522 | 309,0 | 271.976 | 212.690 | 358,7 |

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.

Los datos del cuarto trimestre apuntan a nuevas mejoras del desequilibrio exterior.

necesidad de financiación de la economía española se ha reducido significativamente en este periodo. Concretamente, entre junio de 2008 y septiembre de 2012, la necesidad de financiación acumulada de cuatro trimestres se redujo del 10,2% al 1,8% del producto interior bruto (PIB) español. El buen comportamiento de la balanza comercial, con un ajuste del déficit de 7,2 puntos porcentuales del PIB, explica gran parte de esta mejora.

Los últimos datos publicados apuntan hacia una nueva reducción del desequilibrio exterior en el cuarto trimestre de 2012. Así, el déficit de la balanza corriente mejoró en 2.230 millones de euros en octubre, impulsado por la caída del déficit comercial. En este sentido, destaca el buen comportamiento de los servicios no turísticos, que mantienen la tendencia registrada

durante los últimos meses. Según los datos trimestrales del Banco de España, el incremento de los ingresos por servicios prestados a empresas extranjeras jugó un papel importante en el incremento del saldo de servicios. Asimismo, los datos de comercio de bienes muestran una nueva corrección del déficit comercial en noviembre.

No obstante, a pesar de este ajuste del saldo corriente, los últimos meses de 2012 presentaron cierto estancamiento de las exportaciones españolas. Así, tomando como referencia las ventas al exterior acumuladas durante tres meses para analizar mejor las tendencias de fondo, observamos que las exportaciones entre septiembre y noviembre aumentaron un 2,9% interanual. Ello significa un descenso de 3 puntos porcentuales respecto al ritmo de crecimiento mostrado entre junio y agosto

COMERCIO EXTERIOR

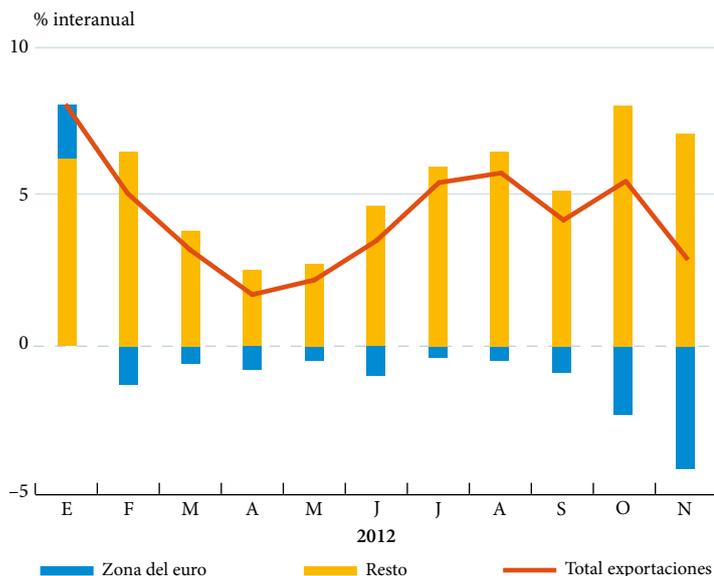
Enero-noviembre 2012

| | Importaciones | | | Exportaciones | | | Saldo | |
|-----------------------------------|-------------------|----------------------------|-----------------|-------------------|----------------------------|-----------------|-------------------|-----------------------|
| | Millones de euros | % variación anual en valor | % participación | Millones de euros | % variación anual en valor | % participación | Millones de euros | Tasa de cobertura (%) |
| Por grupos de productos | | | | | | | | |
| Energéticos | 57.749 | 13,3 | 24,6 | 14.368 | 2,0 | 7,0 | -43.380 | 24,9 |
| Bienes de consumo | 51.761 | -8,3 | 22,1 | 64.581 | 1,9 | 31,5 | 12.821 | 124,8 |
| <i>Alimenticios</i> | 14.663 | -1,4 | 6,3 | 25.809 | 10,9 | 12,6 | 11.146 | 176,0 |
| <i>No alimenticios</i> | 37.097 | -10,7 | 15,8 | 38.772 | -3,3 | 18,9 | 1.675 | 104,5 |
| Bienes de capital | 13.879 | -13,3 | 5,9 | 16.853 | -0,7 | 8,2 | 2.974 | 121,4 |
| Bienes intermedios no energéticos | 110.931 | -4,3 | 47,3 | 109.053 | 5,8 | 53,2 | -1.878 | 98,3 |
| Por áreas geográficas | | | | | | | | |
| Unión Europea | 117.582 | -7,0 | 50,2 | 128.880 | -1,7 | 62,9 | 11.298 | 109,6 |
| <i>Zona del euro</i> | 94.630 | -7,7 | 40,4 | 101.801 | -3,0 | 49,7 | 7.170 | 107,6 |
| Otros países | 116.737 | 3,4 | 49,8 | 75.975 | 14,4 | 37,1 | -40.761 | 65,1 |
| <i>Rusia</i> | 7.382 | -8,7 | 3,2 | 2.728 | 16,8 | 1,3 | -4.654 | 37,0 |
| <i>EE. UU.</i> | 8.957 | -8,4 | 3,8 | 8.286 | 14,4 | 4,0 | -671 | 92,5 |
| <i>Japón</i> | 2.753 | -7,5 | 1,2 | 1.948 | 13,0 | 1,0 | -805 | 70,8 |
| <i>América Latina</i> | 20.212 | 30,0 | 8,6 | 12.877 | 16,3 | 6,3 | -7.335 | 63,7 |
| <i>OPEP</i> | 29.538 | 17,6 | 12,6 | 9.882 | 29,7 | 4,8 | -19.655 | 33,5 |
| <i>Resto</i> | 47.894 | -6,8 | 20,4 | 40.253 | 10,5 | 19,6 | -7.641 | 84,0 |
| TOTAL | 234.319 | -2,1 | 100,0 | 204.855 | 3,7 | 100,0 | -29.463 | 87,4 |

FUENTES: Ministerio de Economía y Competitividad y elaboración propia.

EL MENOR COMERCIO CON LA ZONA DEL EURO DEBILITA LAS EXPORTACIONES ESPAÑOLAS

Contribución a la variación de las exportaciones acumuladas en los últimos tres meses



FUENTE: Departamento de Aduanas e Impuestos Especiales de la Agencia Tributaria.

de 2012. Esta ralentización del valor de las exportaciones españolas fue neutralizada por un deterioro aún mayor de las importaciones, que se redujeron un 5,2% interanual entre septiembre y noviembre. Fruto de ello, el saldo comercial continuó corrigiéndose durante estos meses.

Sin embargo, el mantenimiento de la debilidad de las exportaciones españolas podría ralentizar el proceso de ajuste del déficit corriente, especialmente si tenemos en cuenta que, como muestra el gráfico anterior, gran parte del estancamiento del ritmo exportador se debe a la caída de las ventas destinadas a la zona del euro, principal socio comercial español. Concretamente, las exportaciones hacia el resto de países miembros de la Unión Monetaria acumuladas entre septiembre y noviembre del año pasado se redujeron un 7,5% respecto al mismo periodo de 2011. Destaca, principalmente, el deterioro del comercio con los dos países vecinos, Francia y Portugal, que presentaron, en este mismo periodo, caídas del 17,5% y del 19,4% inter-

anual, respectivamente. Este comportamiento contrasta con el buen ritmo de las exportaciones hacia el resto de países, principalmente hacia África o América del Norte.

La contracción de la economía europea en el último tramo de 2012 también repercutió en la llegada de turistas extranjeros a nuestro país, que se redujo un 1,8% interanual en el cuarto trimestre del año pasado. Este menor pulso no impidió un nuevo incremento del turismo en el conjunto de 2012, del 2,7%, que elevó el número de llegadas hasta los 57,7 millones de extranjeros.

En definitiva, la recuperación de la economía europea prevista para la segunda mitad de este año será clave para mantener el ritmo de ajuste del desequilibrio exterior. De acuerdo con nuestras previsiones, la economía española alcanzará una capacidad de financiación del 0,8% del PIB el año que viene, lo que significaría una mejora de 2,6 puntos porcentuales respecto al saldo estimado para 2012.

La debilidad de la economía europea pone en riesgo el ritmo de corrección del saldo corriente.

Esperamos que la capacidad de financiación se sitúe en el 0,8% del PIB en 2013.

Sector público

España ahuyenta la sombra del rescate

La percepción de los mercados sobre la solidez de las cuentas públicas españolas ha mejorado sensiblemente. El compromiso del Ejecutivo con el proceso de consolidación fiscal y los avances hacia una mayor unión bancaria y fiscal europea han reducido las tensiones en la deuda soberana del país, un efecto que se ha reflejado en la buena acogida de las últimas emisiones de deuda del Tesoro Público. Sin embargo, tanto el objetivo de ajuste del déficit fiscal como las necesidades de financiación pública de 2013 siguen siendo muy exigentes. Evitar caer en la complacencia es, por lo tanto, clave para su cumplimiento.

En efecto, las tensiones financieras en los mercados de deuda soberana periférica remitieron significativamente durante las tres primeras semanas del año. En el caso español, la prima de riesgo, computada como el diferencial entre la rentabilidad exigida a los bonos a 10 años españoles y los alemanes, se redujo hasta los 343 puntos básicos al cierre de este *Informe*. Esta cifra representa una corrección de 295 puntos básicos respecto al máximo alcanzado en julio de 2012, una mejora que, en distinta medida, se hizo extensible al resto de títulos de deuda pública.

Este mayor apetito inversor hacia la deuda española fue aprovechado por el Tesoro Público, que aumentó su actividad emisora. Concretamente, durante las tres primeras semanas del año, colocó alrededor de 27.500 millones de euros de deuda a corto y largo plazo. Como consecuencia, en este periodo ya se cubrió cerca del 12% de la

necesidad bruta de financiación prevista para el conjunto de 2013, que el Tesoro sitúa entre 215.000 y 230.000 millones de euros. La cifra final dependerá del uso que las comunidades autónomas realicen del Fondo de Liquidez Autonómica (FLA), que está dotado con 23.000 millones de euros frente a los 16.600 millones de euros del año pasado. Además del mayor ritmo de colocación, el renovado interés en los títulos de deuda también ha permitido consolidar la reducción del coste medio de la deuda pública.

La tregua otorgada por los mercados durante los últimos meses responde, en parte, al cambio de discurso respecto al cumplimiento del ajuste fiscal exigido al sector público. Según la Comisión Europea (CE) el esfuerzo realizado por el Ejecutivo en 2012 estuvo en línea con las exigencias del Plan de Estabilidad español. Como consecuencia, la desviación del objetivo de déficit de 2012, que la CE sitúa en 7 décimas, vino explicado por un deterioro de la economía mayor de lo esperado.

A pesar de ello, el proceso de consolidación fiscal aún se encuentra lejos de su fin. De acuerdo con el Plan Presupuestario de 2013-2014, el déficit debería reducirse 1,8 puntos porcentuales del PIB este año. Por lo tanto, si mantenemos este mismo ajuste a partir del nivel de déficit estimado por la CE en 2012, del 7,0% del PIB antes de contabilizar las pérdidas reconocidas por las ayudas al sector bancario, el nuevo objetivo de déficit para 2013 se situaría en el 5,2% del PIB. Si, en cambio, mantenemos el ajuste del déficit estructural exigido en el Plan Presupuestario de 1,4 puntos porcentuales, y asumimos que el saldo cíclico se

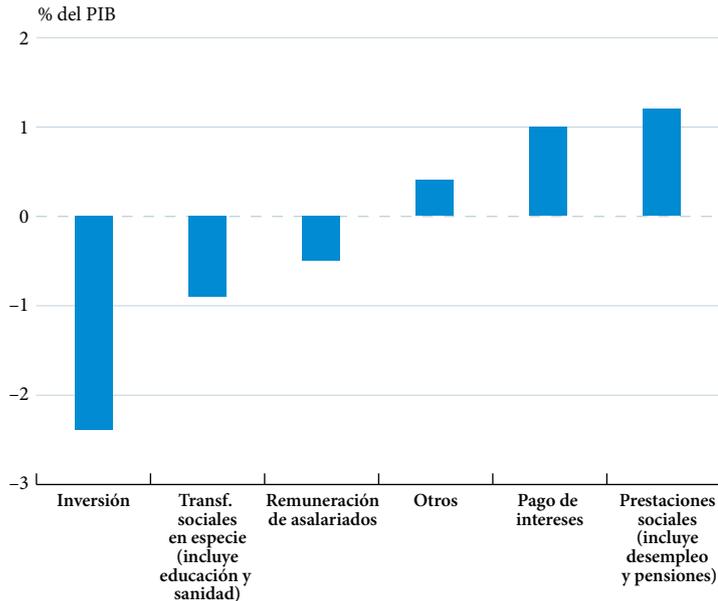
Se alivian las tensiones en los mercados de deuda soberana periférica.

El Tesoro Público aumenta su actividad emisora en enero.

El ajuste del déficit exigido por la CE es de 1,8% del PIB en 2013.

GRAN PARTE DEL AJUSTE DEL GASTO SE DEBE A LA CAÍDA DE LA INVERSIÓN PÚBLICA

Variación del gasto público desde diciembre de 2009 hasta septiembre de 2012



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

mantiene constante, el objetivo del déficit de 2013 aumentaría hasta el 5,6%. En este sentido, será clave el escenario macroeconómico que presentará la Comisión a finales de febrero. La previsión del crecimiento de la economía española, así como del PIB potencial en 2013, determinarán el nuevo nivel de déficit fijado en el Programa de Estabilidad español.

Incluso este nuevo objetivo de déficit será difícil de alcanzar. El retroceso del PIB en 2013, que prevemos del 1,3%, seguirá lastRANDO la evolución de los ingresos impositivos y las partidas de gastos sociales, como el subsidio de desempleo. Además, el estancamiento del coste medio de financiación no evitará nuevas presiones sobre el pago de intereses debido al cre-

ciente volumen del *stock* de deuda pública. Como consecuencia, es posible que se precisen nuevas medidas de consolidación fiscal a lo largo de 2013. En este sentido, el margen de maniobra en algunas de las partidas de gasto es muy limitado. Este es el caso de la inversión pública, que, como muestra el gráfico anterior, fue la principal vía de ajuste del gasto entre diciembre de 2009 y septiembre de 2012, al pasar del 4,5% al 2,1% del PIB. Ante esta tesitura, el Gobierno está preparando una reestructuración del sector público que permita impulsar la corrección del déficit estructural. Todo apunta a que esta se basará principalmente en la eliminación de las duplicidades, así como en las mejoras en la eficiencia de las administraciones públicas.

El Gobierno prepara una reforma del sector público español en 2013.

Ahorro y financiación

La vuelta de la confianza en las entidades financieras permite que estas vuelvan a emitir deuda.

La apertura de los mercados de financiación internacionales da aliento al sistema financiero

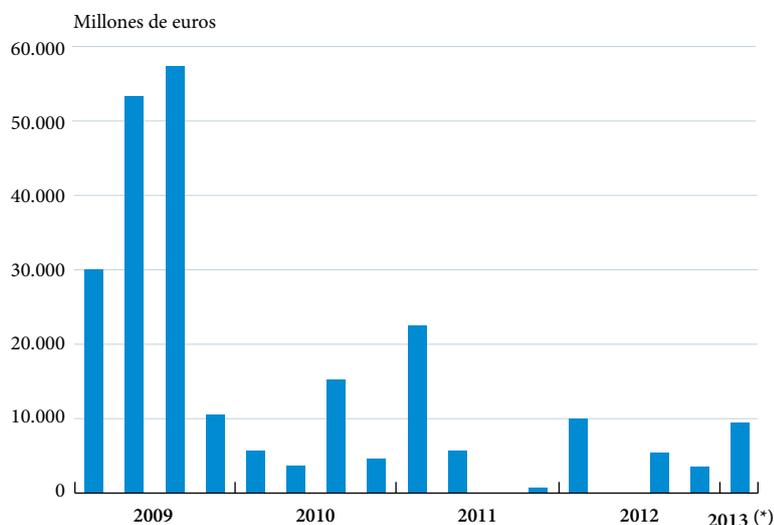
La mayor estabilidad de los mercados financieros desde finales de 2012 ha propiciado un importante aumento del volumen de emisión de deuda por parte de las entidades financieras españolas. Así, en el mes de enero, el volumen de colocación se situará por encima de los 9.500 millones de euros, lo que incluye tanto bonos corporativos como cédulas hipotecarias. Si se sigue a este ritmo, se podría cerrar el primer trimestre con un volumen comparable al de 2011 (véase gráfico siguiente). También es destacable que los emisores ya no son solo las entidades de mayor tamaño, sino que también las medianas han recobrado el acceso a los mercados. Ade-

más, el tipo de interés de estas emisiones se ha reducido sensiblemente respecto al vigente en 2012. Todo ello supone un paso primordial para la paulatina normalización de las fuentes de financiación del sector bancario.

En consecuencia, las entidades financieras españolas están reduciendo su dependencia del Banco Central Europeo (BCE). Los datos correspondientes al mes de diciembre muestran que los préstamos netos disminuyeron por cuarto mes consecutivo, hasta los 313.000 millones de euros. Sin embargo, a diferencia de los meses anteriores, esta reducción en la apelación neta es atribuible en su mayor parte al incremento de 20.000 millones de euros en la facilidad marginal de depósito respecto al mes de diciembre. Desde que en diciembre

LAS ENTIDADES FINANCIERAS APROVECHAN LAS CONDICIONES FAVORABLES DEL MERCADO PARA EMITIR DEUDA

Volumen de emisiones de deuda por parte de instituciones financieras españolas



NOTA: (*) Datos hasta 20 de enero de 2013.

FUENTE: Elaboración propia según comunicaciones de las entidades colocadoras.

de 2011 el BCE decidió dejar de remunerar los depósitos de esta facilidad, los bancos habían reducido drásticamente su utilización. El incremento producido en el mes de diciembre podría reflejar la intención de devolver de forma anticipada parte de los fondos obtenidos en las subastas a 3 años (LTRO en sus siglas en inglés) que el BCE llevó a cabo a finales de 2011 y principios de 2012. Ello implica que la apelación a la financiación del BCE podría reducirse aún más en los próximos meses.

Otro elemento de optimismo respecto a la evolución reciente del sector bancario español lo concede la Comisión Europea (CE) en su informe sobre el progreso en la implementación de lo establecido en el Memorando de Entendimiento (MoU en sus siglas en inglés). Tal y como ya había señalado el Fondo Monetario Internacional (FMI), la reestructuración del sector bancario español avanza a buen ritmo, cumpliendo con el calendario previsto y

con importantes avances en todos los objetivos incluidos en el MoU. No obstante, se advierte que aún quedan algunas cuestiones por resolver, como son desarrollar un plan viable para que los bancos que han recibido ayudas públicas puedan salir a bolsa y garantizar que la Sareb funcione de forma efectiva.

Con este informe, la CE da luz verde al MEDE para que proceda al desembolso de los fondos necesarios para la recapitalización de los bancos del grupo 2, es decir, aquellos que tienen déficit de capital y no han podido captarlo de forma privada. La Comisión Europea ya aprobó sus planes de recapitalización el pasado 20 de diciembre. Se espera que a finales de enero se hagan efectivas las ayudas por un importe de 1.865 millones de euros. En total, el desembolso de ayudas europeas será de unos 41.000 millones de euros, muy por debajo de los 100.000 millones disponibles en la línea de crédito solicitada.

Nueva caída en la apelación neta de las entidades españolas al Eurosistema.

La Comisión Europea dictamina que el programa para la reestructuración del sector bancario sigue por el buen camino.

FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS (1)

Noviembre 2012

| | Saldo | Variación año actual | Variación 12 meses | % |
|--|-------------------|----------------------|--------------------|---------------|
| | Millones de euros | Millones de euros | % (2) | participación |
| Sector privado | 2.039.196 | -87.050 | -4,2 | 71,1 |
| Empresas no financieras | 1.198.404 | -56.882 | -4,6 | 41,8 |
| <i>Préstamos de entidades residentes (3)</i> | 779.014 | -61.873 | -7,2 | 27,1 |
| <i>Valores distintos de acciones</i> | 73.017 | 8.029 | 13,3 | 2,5 |
| <i>Préstamos del exterior</i> | 346.372 | -3.039 | -1,6 | 12,1 |
| Hogares (4) | 840.792 | -30.168 | -3,6 | 29,3 |
| <i>Préstamos para la vivienda (3)</i> | 643.426 | -23.440 | -3,5 | 22,4 |
| <i>Otros (3)</i> | 194.428 | -6.637 | -4,1 | 6,8 |
| <i>Préstamos del exterior</i> | 2.938 | -91 | 8,0 | 0,1 |
| Administraciones públicas (5) | 830.271 | 93.803 | 13,7 | 28,9 |
| TOTAL | 2.869.583 | 6.869 | 0,8 | 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

Noviembre 2012

| | Saldo | Variación año actual | | Variación 12 meses | | % participación |
|-----------------------------|-------------------|----------------------|--------------|--------------------|--------------|-----------------|
| | Millones de euros | Millones de euros | % | Millones de euros | % | |
| A la vista | 256.936 | -12.775 | -4,7 | -6.996 | -2,7 | 19,7 |
| De ahorro | 201.912 | -1.037 | -0,5 | 3.204 | 1,6 | 15,5 |
| A plazo | 675.419 | -22.317 | -3,2 | -31.091 | -4,4 | 51,8 |
| En moneda extranjera | 20.469 | 2.750 | 15,5 | 3.586 | 21,2 | 1,6 |
| Total depósitos | 1.154.735 | -33.380 | -2,8 | -31.297 | -2,6 | 88,6 |
| Resto del pasivo (*) | 148.700 | -36.264 | -19,6 | -30.740 | -17,1 | 11,4 |
| TOTAL | 1.303.436 | -69.643 | -5,1 | -62.036 | -4,5 | 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.

La tasa de morosidad sigue al alza.

Con todo, el sector financiero continúa mostrando signos de debilidad. En el mes de noviembre, la tasa de morosidad subió 15 décimas y se situó en el 11,4%, un nuevo máximo histórico. El incremento de créditos dudosos se ha moderado mucho respecto al mes anterior, y subieron en poco más de 2.000 millones de euros. Por lo tanto, el incremento de la morosidad se debe a un mayor ritmo de caída del crédito bancario, que en noviembre se aceleró en seis décimas, hasta el 5,7% interanual. Este retroceso podría incrementarse en los próximos meses por el traspaso de créditos, sobre todo a promotores, a la Sareb. Además, el proceso de desapalancamiento de las empresas y los hogares sigue su curso, por lo que la financiación al sector privado difícilmente abandonará las tasas de crecimiento negativas.

Una nota más positiva por lo que respecta a la financiación empresarial la ofrece la emisión de valores distintos de acciones, que en noviembre aumentaron un 13,3% interanual. Ello refleja que las empresas no financieras también se han beneficiado de la reapertura de los mercados de deuda. El volumen de emisiones se ha incrementado significativamente en enero, así que esperamos observar una mejora aún más sustancial en esta variable. Sin embargo, es importante señalar que solo las empresas

más grandes pueden acceder a este tipo de financiación, con lo que la falta de diversificación de las fuentes de financiación de las pequeñas y las medianas empresas sigue siendo una asignatura pendiente.

Por lo que respecta a los depósitos, sigue la senda de recuperación iniciada en septiembre. En conjunto, los depósitos crecieron en 12.263 millones de euros en el mes de noviembre, moderando así en 11 décimas la caída interanual, hasta el 2,8%. Esta mejor evolución refleja, por una parte, el incremento de la remuneración que algunas entidades han ofrecido por los depósitos y, por otra parte, la recuperación de la confianza en las entidades bancarias.

Sin embargo, el descenso de la capacidad de ahorro de los hogares hace prever que la evolución de los depósitos seguirá contenida en los próximos meses. Según las cuentas trimestrales de los sectores institucionales, la renta disponible bruta de los hogares en el tercer trimestre de 2012 disminuyó en 1,6 puntos porcentuales en términos interanuales, hasta alcanzar un valor de 164.675 millones de euros. Ello se explica, sobre todo, por la disminución de la remuneración de los asalariados, que retrocedió un 5,4% y, en menor medida, por un descenso del 4,4% del saldo neto de rentas de la propiedad percibidas (interese-

Las empresas no financieras incrementan las emisiones de bonos corporativos.

ses, dividendos, etc.). Así, la tasa de ahorro de las familias se situó en mínimos históricos, en el 8,8% de la renta disponible bruta.

Las empresas privadas, en cambio, aceleraron su proceso de desapalancamiento en el tercer trimestre y registraron una capacidad de financiación de 8.465 millones de euros, una cifra casi 4.000 millones por encima de la del tercer trimestre de 2011. Ello ayudó a situar la capacidad de finan-

ciación del conjunto de la economía española en el tercer trimestre en los 3.243 millones de euros, el primer registro positivo trimestral desde el año 2000. Este es un dato muy positivo que muestra que el proceso de corrección de los desequilibrios acumulados durante la primera década de adopción del euro está dando sus frutos. Los esfuerzos deberían centrarse ahora en asegurar que el proceso de ajuste se sigue produciendo con el mismo ímpetu.

**La tasa de ahorro,
en mínimos históricos.**

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 Elías
21. La recuperación del comercio mundial. Lo que la crisis se llevó Marta Noguer
22. Diferencial de inflación con la eurozona: ¿mejora sostenible? Pere Miret
23. Perspectivas de desapalancamiento en España Oriol Aspachs-Bracons, Sandra Jódar-Rosell y Jordi Gual
24. Los requisitos de capital de Basilea III y su impacto en el sector bancario Jordi Gual
25. Enseñanzas latinoamericanas para una crisis europea Àlex Ruiz

■ "la Caixa" ECONOMIC PAPERS

5. Integrating Regulated Network Markets in Europe Jordi Gual
6. Should the ECB Target Employment? Pau Rabanal
7. Capital Requirements Under Basel III and Their Impact on the Banking Industry Jordi Gual
8. European Integration at the Crossroads Jordi Gual

■ DOCUMENTOS DE TRABAJO

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

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

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

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

11/2011. ¿Cuándo se recuperarán los precios de la vivienda en Estados Unidos? Jordi Singla

01/2012. Spanish Public Debt: Myths and Facts Oriol Aspachs-Bracons y Joan Daniel Pina

02/2012. Hungría y la ayuda financiera de la UE y el FMI: ¿cambio en el mapa de riesgos? Àlex Ruiz

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

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 Miret

09/2012. Ajuste de capacidad en el sistema financiero español Inmaculada Martínez

■ ESTUDIOS ECONÓMICOS

36. El cambio climático: análisis y política económica. Una introducción Josep M. Vegara (director), Isabel Busom, Montserrat Colldeforns, Ana Isabel Guerra y Ferran Sancho

37. Europa, como América: Los desafíos de construir una federación continental Josep M. Colomer

Consejo Asesor

El Consejo Asesor orienta al Área de Estudios y Análisis Económico en sus tareas de análisis de las políticas económicas y sociales que puedan ser más eficaces para el progreso de la sociedad española y europea. Forman parte del Consejo:

- Pol Antras
Harvard University
- Philippe Bachetta
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

Febrero 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...):
publicacionestudios@lacaixa.es

GRUPO ”la Caixa”: DATOS MÁS RELEVANTES

a 31 de diciembre de 2011

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

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

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



”la Caixa” Research en Twitter

@laCaixaResearch

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

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

El Informe Mensual tiene solo propósitos informativos, por lo que ”la Caixa” no se hace responsable del uso que del mismo pueda hacerse. El Informe Mensual se basa en información de fuentes que se consideran fiables, pero ”la Caixa” no garantiza la exactitud de la misma ni se responsabiliza de los errores u omisiones que contenga. Las opiniones y previsiones son propias del Área de Estudios y Análisis Económico y están sujetas a cambios sin notificación previa.

© Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona – ”la Caixa”, 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.



ELEMENTAL
CHLORINE
FREE
GUARANTEED

