

# Informe Mensual



## ¿GUERRA DE DIVISAS?

*Guerra de divisas: mucho ruido y pocas nueces, al menos por ahora* Pág. 12

La evolución de los tipos de cambio no se aleja de la normalidad y no se aprecia una escalada proteccionista

*¿Cuál es el precio apropiado de una moneda?* Pág. 22

El tipo de cambio de equilibrio sigue siendo sensible al método de estimación elegido

*El tipo de cambio como instrumento de política económica* Pág. 44

El régimen cambiario condiciona la gestión de la política económica

*La apreciación del euro no supone un riesgo para el crecimiento... de momento* Pág. 52

El impacto de la reciente apreciación del euro sobre la actividad es relativamente reducido

# Previsiones

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

	2011	2012	2013	2012				2013	
				I	II	III	IV	I	II
<b>ECONOMÍA INTERNACIONAL</b>									
<b>Producto interior bruto</b>					<b>Previsiones</b>				
Estados Unidos	1,8	2,2	2,0	2,4	2,1	2,6	1,6	1,8	2,0
Japón	-0,5	2,0	0,7	3,3	3,9	0,4	0,1	-0,8	0,0
Reino Unido	0,7	0,0	0,7	0,2	-0,3	0,0	0,0	0,4	1,0
Zona del euro	1,5	-0,5	-0,4	-0,1	-0,5	-0,6	-0,9	-0,9	-0,7
<i>Alemania</i>	3,1	0,9	0,5	1,2	1,0	0,9	0,4	0,1	0,2
<i>Francia</i>	1,7	0,0	-0,1	0,2	0,1	0,0	-0,3	-0,3	-0,1
<b>Precios de consumo</b>									
Estados Unidos	3,1	2,1	1,9	2,8	1,9	1,7	1,9	1,7	1,9
Japón	-0,3	0,0	0,0	0,2	0,2	-0,3	-0,2	-0,5	-0,2
Reino Unido	4,5	2,8	2,8	3,5	2,7	2,4	2,7	2,8	2,9
Zona del euro	2,7	2,5	1,8	2,7	2,5	2,5	2,3	1,9	1,7
<i>Alemania</i>	2,3	2,1	1,7	2,1	2,1	2,1	2,0	1,9	1,7
<i>Francia</i>	2,1	2,2	1,2	2,3	2,3	2,3	1,7	1,3	1,1
<b>ECONOMÍA ESPAÑOLA</b>									
<b>Agregados macroeconómicos</b>					<b>Previsiones</b>				
Consumo de los hogares	-0,8	-2,2	-2,9	-1,3	-2,2	-2,1	-3,0	-4,0	-3,3
Consumo de las AA. PP.	-0,5	-3,7	-5,1	-3,8	-2,8	-4,0	-4,1	-4,9	-6,0
Formación bruta de capital fijo	-5,3	-9,1	-6,9	-7,4	-9,2	-9,7	-10,3	-9,3	-7,4
<i>Maquinaria y bienes de equipo</i>	2,5	-6,7	-4,6	-5,2	-6,5	-7,0	-7,9	-7,1	-5,5
<i>Construcción</i>	-9,0	-11,5	-8,1	-9,5	-11,6	-12,4	-12,3	-10,8	-8,6
Demanda nacional (contr. al $\Delta$ PIB)	-1,9	-3,9	-4,0	-3,2	-3,8	-4,0	-4,6	-5,3	-4,6
Exportación de bienes y servicios	7,7	3,0	4,4	2,1	2,7	4,2	3,2	6,7	5,6
Importación de bienes y servicios	-0,8	-5,0	-4,2	-5,9	-5,2	-3,4	-5,4	-4,3	-3,6
<b>Producto interior bruto</b>	<b>0,4</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,4</b>	<b>-0,7</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,9</b>	<b>-1,9</b>	<b>-1,7</b>
<b>Otras variables</b>									
Empleo	-1,7	-4,4	-3,2	-3,7	-4,7	-4,6	-4,7	-4,0	-4,0
Tasa de paro (% población activa)	21,6	25,0	26,4	24,4	24,6	25,0	26,0	26,9	26,4
Índice de precios de consumo	3,2	2,4	2,1	2,0	2,0	2,8	3,1	2,7	2,5
Costes laborales unitarios	-1,4	-3,4	-1,9	-1,6	-3,1	-2,9	-5,8	-4,7	-3,8
Saldo oper. corrientes (acum., % PIB)	-3,7	-0,8	0,8	-3,5	-3,1	-2,2	-0,8	-0,7	0,0
Cap. o nec. financ. resto mundo (acum., % PIB)	-3,2	-0,2	1,3	-3,1	-2,6	-1,7	-0,2	0,0	0,5
Saldo público (acum., % PIB)	-9,4	-10,6	-6,2	-9,4	-9,8	-10,0	-10,6		
<b>MERCADOS FINANCIEROS</b>									
<b>Tipos de interés internacionales</b>					<b>Previsiones</b>				
Fed Funds	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
Repo BCE	1,23	0,88	0,75	1,00	1,00	0,75	0,75	0,75	0,75
Bonos EE. UU. 10 años	2,77	1,78	2,03	2,02	1,81	1,62	1,69	1,93	1,94
Bonos alemanes 10 años	2,65	1,55	1,76	1,88	1,50	1,42	1,42	1,52	1,65
<b>Tipos de cambio</b>									
\$/Euro	1,39	1,29	1,31	1,31	1,28	1,25	1,30	1,32	1,31

## Índice

### 1 Editorial

### 2 Resumen ejecutivo

### 6 Coyuntura internacional

6 Estados Unidos

10 Japón

### 12 Guerra de divisas:

*mucho ruido y pocas*

*nueces, al menos por ahora*

15 China

16 Brasil

17 México

18 Materias primas

### 20 Unión Europea

20 Actividad económica

### 22 ¿Cuál es el precio

*apropiado de una moneda?*

25 Mercado de trabajo

27 Precios

29 Sector exterior

31 Sector público

32 Ahorro y financiación

33 Europa emergente

### 36 Mercados financieros

36 Mercados monetarios  
y de capital

### 44 El tipo de cambio como instrumento de política económica

### 48 Coyuntura española

48 Actividad económica

### 52 La apreciación del euro

*no supone un riesgo para el  
crecimiento... de momento*

55 Mercado de trabajo

59 Precios

63 Sector exterior

66 Sector público

68 Ahorro y financiación

## ¿Guerra de divisas?

Desde que empezó la crisis financiera global, el temor a una guerra de divisas ha ido apareciendo de forma recurrente. Con una demanda interna sumida en un largo proceso de ajuste en prácticamente todos los países desarrollados, el mercado exterior se ha convertido en el único motor en el que apoyar el proceso de recuperación. La tentación de llevar a cabo una devaluación competitiva de la moneda, por lo tanto, es máxima. Conscientes de ello, los países emergentes han levantado la voz en más de una ocasión cuando su moneda se ha apreciado. ¿Lo han hecho con razón?

Los programas de expansión cuantitativa llevados a cabo por el BCE y, sobre todo, la Fed han sido los que más recelos han generado. En el contexto actual, en el que muchas de las grandes economías avanzadas tienen un escaso margen para realizar una política fiscal expansiva, el recurso a la laxitud monetaria parece inevitable. No obstante, la extraordinaria magnitud de los estímulos que se han ido implementando, aparte de intentar amortiguar el impacto de la recesión sobre la demanda interna, también ha debilitado sus respectivas monedas. Los recelos, por lo tanto, parecen justificados.

El último capítulo de la saga se ha escrito a raíz de la reciente depreciación del yen japonés. Desde que Shinzo Abe accedió al frente del país nipón el pasado diciembre, el yen se ha depreciado cerca de un 20% respecto al dólar estadounidense. Ello ha coincidido con la aprobación de un paquete de medidas, tanto fiscales como monetarias, fuertemente expansivas, que ha recibido el nombre de *Abenomics*. Intencionadamente o no, parece indiscutible que la reciente depreciación del yen es resultado de las políticas económicas impulsadas desde el Gobierno nipón, pero enjuiciar si un país agrede cambiariamente a los demás no es una cuestión inequívoca, especialmente cuando las herramientas utilizadas son diversas y los efectos sobre el tipo de cambio indirectos.

De hecho, según estimaciones del FMI, el mapa económico global no presenta desequilibrios cambiarios ni generalizados ni extremos. El renminbi chino, sospechoso habitual de estar infravalorado, efectivamente lo está, pero su desviación tampoco es extraordinaria. El euro y el dólar presentan una mínima sobrevaloración, mientras que la divisa nipona, tras la fuerte depreciación, no se encontraría lejos de una medida razonable de su tipo de cambio de equilibrio.

Si los movimientos del tipo de cambio generan tal revuelo es por sus posibles efectos sobre la actividad económica. En este sentido, no parece que la magnitud de las variaciones ocurridas hasta la fecha sean lo suficientemente grandes como para encender las luces de alarma. En el caso europeo, por ejemplo, la apreciación del tipo de cambio efectivo nominal de la moneda común ha sido del 8,7% desde julio de 2012. Según estimaciones del BCE, en caso de ser permanente ello arañaría menos de dos décimas al crecimiento del PIB durante el primer año. Un efecto, por lo tanto, que no es insignificante, pero que tampoco parece que sea lo suficientemente grande como para poner en entredicho el proceso de recuperación.

Naturalmente, los efectos de las variaciones del tipo cambio sobre la actividad económica son distintos en cada país. El grado de apertura, el contenido importador de las exportaciones o el grado de especialización tecnológica son factores clave. Sin embargo, en cualquier caso, no parece que las oscilaciones ocurridas hasta la fecha en el mercado de divisas sean motivo de alarma.

## RESUMEN EJECUTIVO

**Resurge la incertidumbre de la mano del rescate de Chipre.**

**Los depósitos hasta 100.000 euros están garantizados.**

**Notable retroceso del PIB en la zona del euro.**

### **Crisis de deuda soberana, ¿último capítulo?**

La evolución de los mercados financieros globales durante las últimas semanas ha sido un buen exponente de las dinámicas vigentes durante los últimos tres años: por un lado, la influencia negativa de los vientos de cara procedentes de las instancias políticas; por otro, el efecto balsámico de la marea de liquidez proporcionada por los bancos centrales; como trasfondo, un pulso económico débil e irregular, que ni entusiasma ni deprime.

Una vez más, la principal fuente de ruido político ha vuelto a ser la eurozona. Cuando todos los ojos estaban puestos en las tribulaciones para la formación de Gobierno en Italia, la sorpresa ha saltado en Chipre. Las graves dificultades del sistema bancario del país ya eran conocidas, e incluso que la vía de salida más probable incorporaría sacrificios a los bonos y los grandes depósitos. Lo que no se esperaba es que el Eurogrupo propondría, aunque luego lo descartaría, incluir a los pequeños depositantes, esto es, aquellos con importe inferior a los 100.000 euros cubiertos por el seguro de depósitos. La mera consideración de esta posibilidad creó una notable confusión. Además, la descoordinación entre los múltiples agentes implicados en la negociación volvió a ser decepcionante. Más allá de los errores en las formas, lo verdaderamente importante es si el caso chipriota resucitará el fantasma de la ruptura del euro o, por el contrario, servirá para impulsar el proyecto de unión monetaria. Claramente, las condiciones están dispuestas para lo segundo, y solo accidentes políticos de muy baja probabilidad podrían conducirnos al desastre.

El acuerdo que finalmente el Eurogrupo alcanzó con el Gobierno chipriota incluye

un desembolso de 10.000 millones de euros, el 56% del PIB, por parte del Eurogrupo a cambio de la implementación de un Memorando de Entendimiento con condicionalidad tanto macroeconómica como sobre el sector bancario. Los detalles no se conocerán hasta mediados de abril, pero algunas medidas ya se han avanzado. Destacan el ajuste del sobredimensionado sector bancario a niveles similares a los del conjunto de la zona del euro, la liquidación del segundo banco del país y la reestructuración del primero, así como la imposición de pérdidas para accionistas, bonistas y depósitos superiores a los 100.000 euros para recapitalizar el sector bancario. Los depósitos de menos de 100.000 euros, por lo tanto, no sufrirán pérdida alguna. Los instrumentos utilizados para la resolución de la crisis chipriota obedecen, en gran medida, a la peculiar estructura económica del país, con un sector bancario sobredimensionado y que operaba como centro financiero *offshore*.

En el frente italiano, seguimos pendientes de comprobar si las fuerzas parlamentarias son capaces de formar Gobierno y consensuar reformas razonables de los sistemas político y económico. Algo similar ocurre con Francia, cuyo Gobierno se está mostrando dubitativo respecto a las reformas estructurales necesarias para sacar al país de su atonía.

Tampoco ha ayudado a esclarecer el panorama económico la publicación del PIB del cuarto trimestre de 2012 de la zona del euro, cuya variación fue algo peor a la prevista, concretamente del -0,6% intertrimestral. Este es el quinto trimestre consecutivo de retroceso del PIB y la tasa de variación interanual ya se sitúa en el -0,9%. La aceleración del ritmo de contracción en el tramo final del año se debe a la mayor

debilidad de la demanda interna y, sobre todo, a la caída de las exportaciones. De todas formas, los indicadores adelantados sugieren que la intensidad de la recesión se está apaciguando. Así, por ejemplo, el índice de sentimiento económico de la Comisión Europea aumentó 1,1 puntos en febrero, y se situó claramente por encima de los registros de finales de 2012.

Las noticias que llegan desde el otro lado del Atlántico tampoco son demasiado halagüeñas. En materia de política presupuestaria, todavía no se aprecia un acercamiento convincente de posiciones entre demócratas y republicanos y asoma ya cercana la amenaza del techo de endeudamiento.

De todas formas, la economía estadounidense espera un primer trimestre de 2013 robusto, con un PIB que podría avanzar por encima del 0,7% intertrimestral. Tras el jarro de agua fría que supuso la primera estimación del PIB del cuarto trimestre, este fue revisado al alza y la nueva composición confirma la fortaleza del consumo privado y la inversión. Asimismo, la mayoría de los indicadores han sorprendido al alza y confirman la continuidad de la recuperación americana. Sin embargo, este vigor inicial no garantiza que se mantenga el tono a lo largo del año. El origen de estas dudas cabe buscarlo principalmente en la lenta recuperación del empleo y en el proceso de desapalancamiento en curso, que seguirá limitando el consumo.

Es remarcable que en este contexto de debilidad económica en los países avanzados y, sobre todo, de repunte de la incertidumbre por el caso chipriota, el clima inversor haya mantenido notablemente la calma. En algún momento y en algunos mercados ha habido nerviosismo, pero no se ha observado un aumento fuerte y generalizado de la aversión al riesgo como sucedió repetidas veces durante los últimos años. Dos factores ayudan a explicarlo.

En primer lugar, la percepción dominante entre los inversores es que los obstáculos

políticos se acabarán superando. En particular, que el proyecto de unión monetaria europea se afianzará, que los problemas de los países periféricos seguirán corrigiéndose (por su propio esfuerzo y con la ayuda de la red de seguridad constituida por el MEDE y el programa OMT del BCE), y que el conjunto de países realizarán las reformas suficientes para mejorar el crecimiento económico (en especial, Francia e Italia). Con todas las cautelas que la situación merece, cabe aceptar que estas percepciones de los inversores son razonables.

En segundo lugar, la ayuda proporcionada por los bancos centrales es inestimable. En conjunto, las autoridades monetarias siguen mostrándose comprometidas con los objetivos de reducir los riesgos sistémicos, generar un entorno de condiciones financieras laxas y contribuir, a fin de cuentas, a la recuperación económica. La política monetaria expansiva, materializada a través de tipos oficiales muy bajos y una fuerte expansión de los balances de los propios bancos centrales, está provocando una reducción de las rentabilidades de muchos activos financieros hasta mínimos históricos, a la vez que una caída pronunciada de la volatilidad de los mismos. Es cierto que la actuación de los bancos centrales se centra en activos financieros de elevada calidad, pero la menor rentabilidad de estos activos provoca un desplazamiento de los inversores hacia otros de mayor riesgo, apuntalando sus cotizaciones.

Bajo la influencia de estas y otras fuerzas, la propia evolución del entorno macroeconómico también está dejando su impronta en los mercados. Una de las muestras más destacadas es la dispar evolución de las bolsas de Estados Unidos y la eurozona. Mientras el Dow Jones ha alcanzado nuevos máximos históricos superando las cotas previas al inicio de la crisis en 2007, los parkés de la eurozona han discurrido lánguidamente, todavía muy lejos de aquellos máximos. España, por su lado, se encuentra en la zona más baja del ciclo y, consecuentemente, la bolsa se muestra más dubitativa.

**La economía americana da signos de un robusto inicio de año.**

**Los mercados financieros siguen calmados a pesar de los nuevos focos de incertidumbre.**

**Las bolsas reflejan la diferente posición cíclica y los riesgos políticos.**

**En el cuarto trimestre, el PIB español experimenta el mayor retroceso de esta segunda fase recesiva.**

En efecto, los datos de crecimiento de la economía española del cuarto trimestre muestran que el PIB sufrió el mayor retroceso de esta segunda fase recesiva, alcanzando el -0,8% intertrimestral. Una caída importante, pero comparable con la acaecida en otros países europeos, como por ejemplo en Italia (-0,9%) o Alemania (-0,6%), e incluso sustancialmente inferior a la de nuestro vecino Portugal (-1,8%).

El consumo privado fue uno de los principales responsables del mayor ritmo de contracción. La magnitud del ajuste, del -1,9% intertrimestral, fue sustancialmente superior al esperado. También es preciso destacar la pobre evolución de la inversión, que se contrajo un 3,9% intertrimestral. Queda claro, por lo tanto, que la demanda interna sigue sumida en un largo proceso de ajuste del que todavía no parece haber levantado cabeza.

**Los notables avances en los distintos procesos de ajuste en marcha confieren confianza en la economía española.**

La gradual mejora de la confianza en la economía española cabe buscarla en la buena marcha de los distintos procesos de ajuste que se están llevando a cabo, como el fiscal, el del sector bancario, el exterior o en la competitividad de la economía. Por lo que al ajuste fiscal se refiere, los datos de déficit público de 2012 sorprendieron positivamente con un registro del 7,0% del PIB, 7 décimas por encima del objetivo fijado por Bruselas. Esta cifra se eleva hasta el 10,6% cuando se tienen en cuenta las pérdidas derivadas de las ayudas bancarias, pero ello no debe hacer perder de vista el importante esfuerzo fiscal hecho durante el pasado año. De hecho, la cifra ha sido bien recibida y abre la puerta a una posible revisión de los objetivos de déficit para suavizar la senda de ajuste.

Es destacable que, en este contexto, la prima de riesgo española ha seguido manteniendo una tendencia favorable, con una caída moderada durante el mes de marzo. La elevada participación de los inversores extranjeros en las subastas del Tesoro, así como la sustancial reducción de los diferenciales después de cada emisión, son

algunas muestras de la renovada fortaleza que está demostrando la demanda.

También son muy notables los avances en el sector bancario. El proceso de reestructuración ha avanzado de forma notable y, junto con la gradual reapertura de los mercados de financiación internacionales, ha propiciado que las necesidades de liquidez de la banca se hayan reducido sustancialmente, aunque su uso todavía sigue siendo de gran utilidad.

En el tramo final del año también se aceleró la corrección del desequilibrio exterior. El dato del saldo corriente de diciembre de 2012 superó las expectativas de la gran mayoría de analistas, con un superávit de 4.875 millones de euros. En el conjunto de 2012 el déficit del saldo corriente se redujo hasta el 0,8% del PIB, 2,7 puntos porcentuales por debajo del registro de 2011. El buen ritmo de ajuste registrado durante el último semestre del año pasado refuerza la previsión de alcanzar un superávit corriente en 2013, un hecho que no sucede desde el año 1997.

Finalmente, los avances en materia de competitividad también siguen mostrando un buen ritmo de ajuste. Los costes laborales cedieron un 3,2% en términos interanuales en el último trimestre de 2012, el mayor descenso desde que se empezó a compilar la serie. La caída de los costes laborales en España superó con creces a la del resto de países de la eurozona, lo que permite que la economía siga ganando competitividad.

En definitiva, contamos, ahora sí, con numerosa evidencia de que los procesos de ajuste de la economía española están avanzando a buen ritmo, aunque estén lejos de ser completados. Ahora que la actividad parece que ha tocado fondo es importante seguir perseverando en los esfuerzos para lograr una economía más competitiva y flexible que sea garantía de creación de empleo.

27 de marzo de 2013

**España lidera las ganancias de competitividad de la zona del euro.**

## CRONOLOGÍA

### 2012

- 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.
- febrero** 22 El Gobierno aprueba un decreto ley de medidas de **apoyo al emprendedor y de estímulo del crecimiento y de la creación de empleo**. El decreto ley incluye medidas para incrementar la competencia en los sectores de hidrocarburos y ferroviario.
- marzo** 25 El Eurogrupo y el Gobierno chipriota acuerdan el **programa de asistencia financiera a Chipre**. La troika desembolsará un máximo de 10.000 millones de euros. Además, los accionistas, los depósitos bancarios mayores a 100.000 euros y los bonistas asumirán parte de los costes de recapitalización.

## AGENDA

### Abril

- 2 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (marzo).
- 4 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 10 Índice de producción industrial (febrero).
- 12 IPC (marzo).
- 16 IPC armonizado de la UE (marzo).
- 19 Comercio exterior (febrero).
- 24 Precios industriales (marzo).
- 25 Encuesta de población activa (primer trimestre).
- 26 PIB de Estados Unidos (primer trimestre).
- 29 Avance IPC (abril).
- 30 Avance del PIB (primer trimestre).  
Balanza de pagos (febrero).  
Ingresos y gastos del Estado (marzo).

### Mayo

- 1 Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 2 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 6 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (abril).
- 9 Índice de producción industrial (marzo).
- 14 IPC (abril).
- 16 IPC armonizado de la UE (abril).
- 20 Comercio exterior (marzo).
- 24 Precios industriales (abril).
- 28 Ingresos y gastos del Estado (abril).
- 30 Avance IPC (mayo).  
Contabilidad Nacional Trimestral (primer trimestre).
- 31 Balanza de pagos (marzo).

## COYUNTURA INTERNACIONAL

**Estados Unidos espera un primer trimestre robusto, pero el avance será moderado para el conjunto de 2013.**

### Estados Unidos: desafiando el ajuste fiscal

La economía estadounidense espera un primer trimestre de 2013 robusto, con un producto interior bruto (PIB) que podría avanzar por encima del 0,7% respecto al del cuarto trimestre, un 2,7% en términos anualizados. Tas el jarro de agua fría que supuso la primera estimación del PIB del cuarto trimestre, este fue revisado al alza y la nueva composición confirma la fortaleza de consumo privado e inversión. Asimismo, la mayoría de los indicadores han sorprendido al alza y confirman la continuidad de la recuperación americana. Sin embargo, este vigor inicial no garantiza que se mantenga el tono a lo largo del año, razón por la cual la revisión de nuestra

previsión de crecimiento para el conjunto de 2013 es modesta, pasando del 1,9% al 2,0%. El origen de estas dudas que presenta la primera economía mundial cabe buscarlo, principalmente, en la lenta recuperación del empleo, que sigue siendo el lastre y, a la vez, el riesgo más importante, y en el proceso de desapalancamiento en curso, que seguirá limitando el consumo.

El dato más positivo de estos inicios de año es el tirón que tiene el consumo privado, desafiando las incertidumbres del *sequester*. Así, las ventas minoristas tendenciales, sin los volátiles automóviles ni gasolina, avanzaron un 4,0% interanual en febrero. Un buen registro que, de cara al PIB del primer trimestre, se ve también reforzado por el buen comportamiento de

### ESTADOS UNIDOS: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2011	2012	2012				2013	
			I	II	III	IV	Enero	Febrero
PIB real	1,8	2,2	2,4	2,1	2,6	1,6	-	...
Ventas al por menor	8,0	5,0	6,4	4,7	4,8	4,3	4,4	4,6
Confianza del consumidor (1)	58,1	67,1	67,5	65,3	65,0	70,4	58,6	69,6
Producción industrial	4,1	3,9	4,4	4,7	3,4	2,9	2,1	2,5
Índice actividad manufacturera (ISM) (1)	55,2	51,7	53,0	52,3	50,9	50,6	53,1	54,2
Viviendas iniciadas	4,5	27,8	22,5	28,5	26,0	33,3	23,6	27,7
Tasa de paro (2)	8,9	8,1	8,3	8,2	8,0	7,8	7,9	7,7
Precios de consumo	3,2	2,1	2,8	1,9	1,7	1,9	1,6	2,0
Balanza comercial (3)	-559,9	-539,5	-571,3	-567,4	-557,4	-539,5	...	...
Tipo de interés interbancario 3 meses (1)	0,3	0,4	0,5	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3
Tipo de cambio efectivo nominal (4)	70,9	73,5	72,8	73,9	74,0	73,1	73,5	74,6

NOTAS: (1) Valor.

(2) Porcentaje sobre población activa.

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

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

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



las ventas de automóviles. Asimismo, los hogares empiezan a sacudirse el miedo del *sequester*, que, si bien parece inevitable, coincide con la aprobación del presupuesto federal para los próximos seis meses, que minimiza su impacto además de evitar la suspensión de pagos, que habría sido el mal mayor. Así, el índice de confianza del consumidor del Conference Board de febrero tuvo un avance sustancial pasando de 58,4 hasta el nivel de los 69,6 puntos.

Este buen tono del consumo no es ajeno al buen dato del empleo de febrero, que sorprendió inequívocamente al alza con 236.000 empleos netos creados y con una tasa de paro que descendió dos décimas hasta el 7,7%, el registro más bajo en cuatro años. El ritmo de creación de empleo de los últimos tres meses supera claramente al del conjunto de 2012, aunque todavía es pronto para hablar de una revitalización continuada del mercado laboral. El problema está en que la continuidad del repunte requeriría un crecimiento de

la economía sensiblemente superior al que se espera. Y es que los problemas estructurales del mercado laboral estadounidense siguen estando allí. En febrero persistió la baja participación del empleo, quedando invariada en el 58,5% la proporción de empleados trabajando respecto a la población mayor de 16 años, un nivel que está 4,8 puntos porcentuales por debajo del de diciembre de 2006 y que, de perpetuarse, acabaría por reducir las capacidades productivas de la economía estadounidense y el crecimiento a largo plazo.

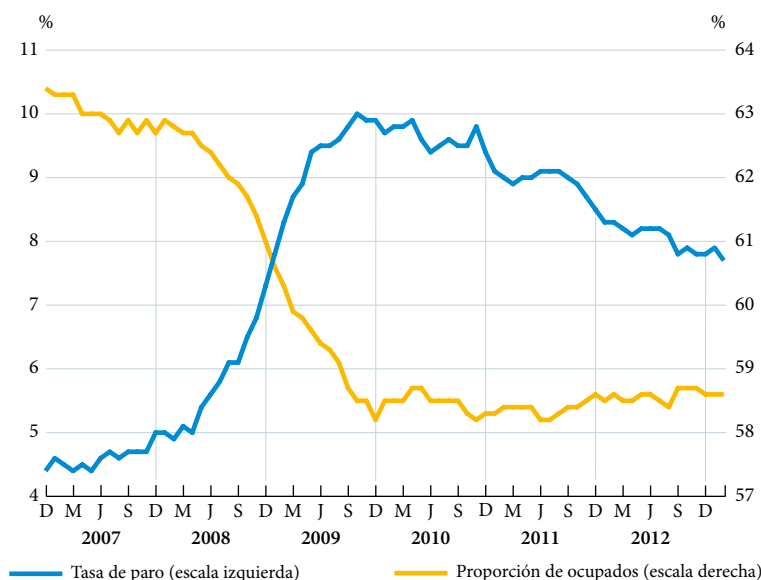
Es por ello que la Fed reafirmó a principios de marzo su intención de mantener su tercera expansión cuantitativa mientras la tasa de paro no baje del 6,5% y la inflación siga bajo control. El objetivo en términos de empleo no parece que se pueda alcanzar hasta finales de 2015, ya que el elevado contingente de trabajadores desanimados y de subempleados, que trabajan a tiempo parcial por razones económicas, irá absorbiendo una parte sustancial del empleo

**El consumo privado repunta y las incertidumbres presupuestarias se van resolviendo.**

**El empleo sorprende al alza en febrero, con una tasa de paro que desciende hasta el 7,7%.**

## ESTADOS UNIDOS: EL PARO BAJA PERO LA TASA DE EMPLEO NO SUBE

Tasa de desempleo y proporción de ocupados (\*)



NOTA: (\*) Proporción de ocupados: población empleada respecto a la población mayor de 16 años.

Tasa de paro: desempleados/población activa.

FUENTES: Departamento de Trabajo y elaboración propia.

**La inversión productiva debe mantener el vigor a pesar del persistente endeudamiento empresarial.**

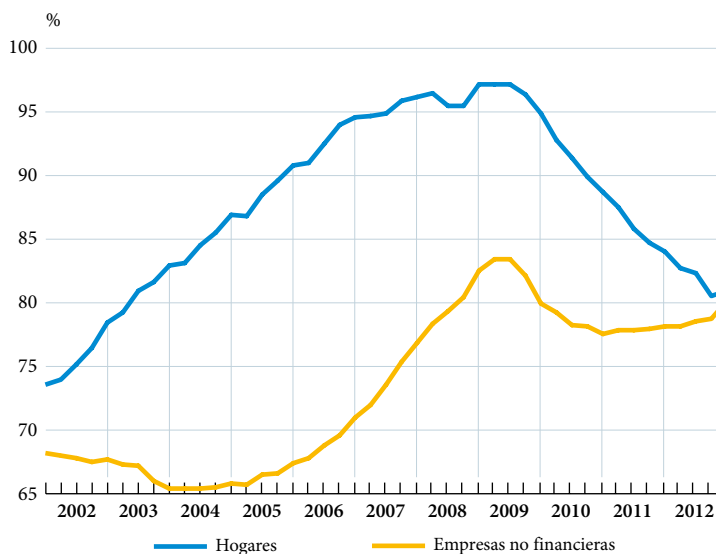
que se vaya generando en los próximos tres años, retrasando así la disminución de la tasa de paro. El dato de empleo de enero es un claro ejemplo al respecto. Asimismo, esta lentitud se retroalimenta, ya que los parados que más tiempo llevan desempleados tienen mayores dificultades de reinserción en el mercado laboral. El dato de febrero muestra un incremento de la proporción de parados de larga duración hasta el 40,2% del total, muy por encima del 26,0% de junio de 1983, que era el máximo histórico anterior a la gran recesión.

La publicación por parte de la Fed de las cuentas financieras (*Flow of Funds*) del cuarto trimestre apoya la hipótesis de un crecimiento modesto en 2013 a pesar del tirón del primer trimestre. La proporción de la deuda de los hogares y de las empresas no financieras respecto al PIB subió por primera vez desde marzo de 2009, interrumpiendo un proceso de desapalancamiento que todavía no ha culminado, lo que dificulta que la actual pujanza del consumo privado mantenga su vigor actual.

El caso de la inversión es menos claro. Por un lado, mientras que el desapalancamiento de los hogares desde marzo de 2009 ha pasado de un 97,2% a un 80,9% del PIB, el de las empresas no financieras ha sido mínimo, del 83,4% al 80,1%, lo que explica parte de la cautela empresarial mostrada en los últimos meses. Sin embargo, unos beneficios empresariales cerca de máximos históricos y una inversión que todavía no ha recuperado su nivel anterior a la crisis, evidencian que existe recorrido al alza, por lo que el componente inversor debería mantener el tono en 2013. Este factor de soporte se refleja en la mejora moderada de los índices de actividad del Institute for Supply Management (ISM) de febrero, que, en manufacturas, se incrementó de 53,1 al nivel de los 54,2 puntos, coherente con un crecimiento del PIB del 3,0%. También subieron los servicios, que representan el 83,5% del total de los empleos privados, pasando de 55,2 a los 56,0 puntos, un nivel que se corresponde con un crecimiento del 2,5%.

### ESTADOS UNIDOS: DOS DESAPALANCAMIENTOS DIFERENTES

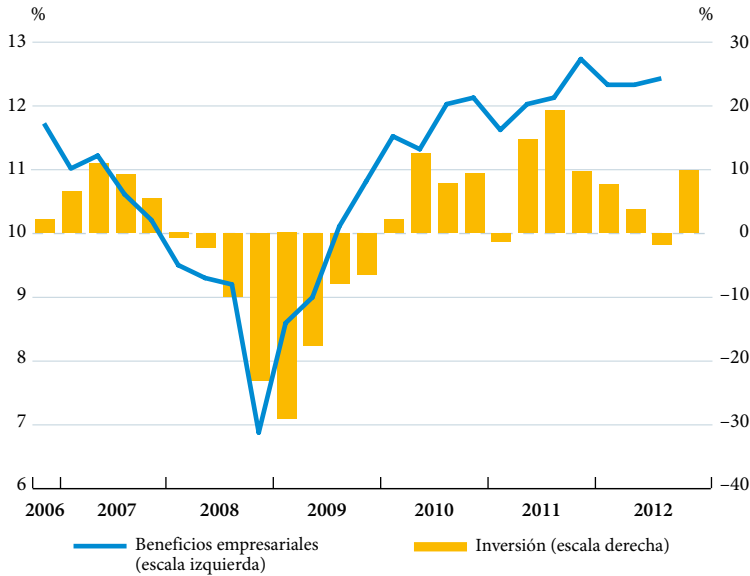
Deuda de hogares y empresas no financieras respecto al PIB



FUENTES: Reserva Federal, BEA y elaboración propia.

## ESTADOS UNIDOS: LOS BENEFICIOS APOYAN LA INVERSIÓN

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.

En el campo de la inversión residencial, la construcción mantendrá con toda probabilidad un ritmo vigoroso entre 2013 y 2015. El recorrido al alza es evidente. Un crecimiento anual del 15% a lo largo del trienio todavía dejaría las viviendas iniciadas un 8% por debajo del nivel promedio del periodo 2000-2005, previo a la burbuja inmobiliaria. Este recorrido alcista se apoya en la evolución de la formación de nuevos hogares, que debería compensar el estancamiento de la recesión; en la mejora de las condiciones financieras, a la que no es ajena la política de la Fed; y en la reducción de la sobreoferta, como muestra la reducción del tiempo necesario para vender una casa, entendido como el número de viviendas en venta dividido por el número de viviendas vendidas por mes. En enero se necesitaban 4,7 meses para vender una casa, un valor típico de 2006, momento previo al colapso de la burbuja inmobiliaria, y muy alejado del promedio de 13,8 meses de la primera mitad de 2010. Por lo que respecta a los precios, continúa

la mejora gradual, con un índice Case-Shiller que, en diciembre, sumó su undécimo avance consecutivo acumulando una subida del 7,0% desde enero de 2012.

En el ámbito de precios, el aumento del 2,0% del índice de precios de consumo (IPC) de febrero, 1,6% en enero, constituyó una sorpresa, que vino causada por el encarecimiento del petróleo, que, vista su evolución reciente, no debería tener continuidad. En este sentido, la lectura del IPC subyacente, el índice general sin energía ni precios de alimentación, que también avanzó un continuista 2,0%, define, empero, un panorama con ausencia de tensiones inflacionistas al perfilar una desaceleración de precios en el corto plazo, que se reafirma si se excluyen los alquileres imputados de viviendas. El nivel de actividad de la economía estadounidense continúa claramente por debajo de sus posibilidades productivas, lo que garantiza un margen a la Reserva Federal, que aceptaría incrementos del IPC subyacente de hasta

**La recuperación de la construcción continuará por la disminución de la sobreoferta y la mejora de las condiciones financieras.**

**El IPC llega al 2,0%, pero seguirá moderado por la baja utilización de la capacidad productiva.**

**El déficit comercial aumenta por un incremento puntual de la importación de petróleo, pero las exportaciones bajan.**

un 2,5%, para proseguir con sus políticas de expansión monetaria y bajos tipos de interés.

Por lo que respecta al sector exterior, el déficit de la balanza de bienes y servicios de enero evolucionó al alza, después del buen dato de diciembre, llegando hasta los 44.448 millones de dólares. Un 90% de este incremento del déficit fue debido a la factura de la importación de petróleo, que aumentó a pesar de los incrementos de producción, lo que apunta a que el dato no debería tener continuidad. El aspecto más negativo fue, sin embargo, el leve retraimiento de las exportaciones, después de dos meses de avances, que pone en duda que el sector contribuya positivamente al crecimiento del primer trimestre.

**Japón: tímida salida de la recesión**

La moderada revisión al alza de los datos del PIB convirtió el pequeño descenso intertrimestral del cuarto trimestre en un

incremento, también mínimo, por lo que Japón ya no está en recesión —en el sentido técnico de acumulación de dos trimestres de crecimiento negativo—. Sin embargo, esta salida de la recesión no significa que la economía se haya puesto en el carril de la recuperación. El crecimiento que esperamos para el conjunto de 2013 se queda en un lánguido 0,7%, gracias en gran parte al incremento de 10 billones de yenes de gasto aprobado por el nuevo primer ministro Shinzo Abe, que se distribuirá entre ayudas al consumo privado y las tareas de reconstrucción de la tragedia de 2011.

Abe ha puesto en marcha un programa de estímulos para que el país escape de la deflación y el bajo crecimiento que ha venido a conocerse como *Abenomics*, basado en tres pilares: expansión monetaria, aumento del gasto público y reformas estructurales. Para el pilar monetario se nombró a Harukiko Kuroda, procedente del Banco Asiático de Desarrollo, como gobernador del Banco de Japón, a finales

**Japón sale de la recesión, pero su crecimiento continúa siendo débil.**

**JAPÓN: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS**

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

	2011	2012	2012				2013	
			I	II	III	IV	Enero	Febrero
PIB real	-0,5	2,0	3,3	4,0	0,4	0,4	-	...
Ventas al por menor	-1,0	1,8	4,7	2,5	0,1	0,0	-1,1	...
Producción industrial	-2,3	-1,0	2,7	5,1	-4,6	-6,7	-7,1	...
Índice de actividad empresarial (Tankan) (1)	-1,3	-5,0	-4,0	-1,0	-3,0	-12,0	-	...
Viviendas iniciadas	2,6	5,9	3,6	6,7	-1,0	15,0	4,9	...
Tasa de paro (2)	4,6	4,4	4,5	4,4	4,3	4,2	4,2	...
Precios de consumo	-0,3	0,0	0,3	0,2	-0,4	-0,2	-0,3	...
Balanza comercial (3)	-1,6	-5,9	-3,6	-3,7	-5,1	-5,9	-5,8	...
Tipo interbancario 3 meses (4)	0,34	0,33	0,34	0,34	0,3	0,3	0,3	0,3
Tipo de cambio efectivo nominal (5)	113,5	116,5	116,5	116,2	119,2	113,9	103,0	98,7

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.

de febrero. La expansión monetaria pretende, ante todo, acabar con la deflación o, lo que es lo mismo, conseguir que crezca el PIB en yenes corrientes. El crecimiento nominal en Japón es esencial para disminuir la relación deuda por PIB en términos corrientes. Desde diciembre de 1997, Japón creció un 9,0% en términos reales gracias a estímulos fiscales y monetarios, lo que, en un entorno de endeudamiento, deflación y demografía envejecida, es un éxito. Sin embargo, el PIB nominal se redujo en un 10,1%, perpetuando el endeudamiento.

La reacción de los mercados a las nuevas políticas ha derivado en un notable debilitamiento del yen, que, desde mediados de noviembre, se ha depreciado un 20% respecto al dólar y en una subida del índice bursátil Nikkei, que lleva ganado un 44% en el mismo periodo. Sin embargo, por ahora, persisten la deflación y el déficit

comercial. La estrategia de las autoridades niponas presenta además ciertos riesgos. Para empezar, sus vecinos asiáticos pueden ver la bajada de la moneda japonesa como una amenaza por su competitividad y reaccionar con más depreciaciones. Asimismo, el incremento del gasto público es una apuesta peligrosa en cuanto a que en Japón se ha producido un trasvase de la deuda de las empresas no financieras hacia el sector público, que ya se encuentra en niveles de endeudamiento excesivamente altos.

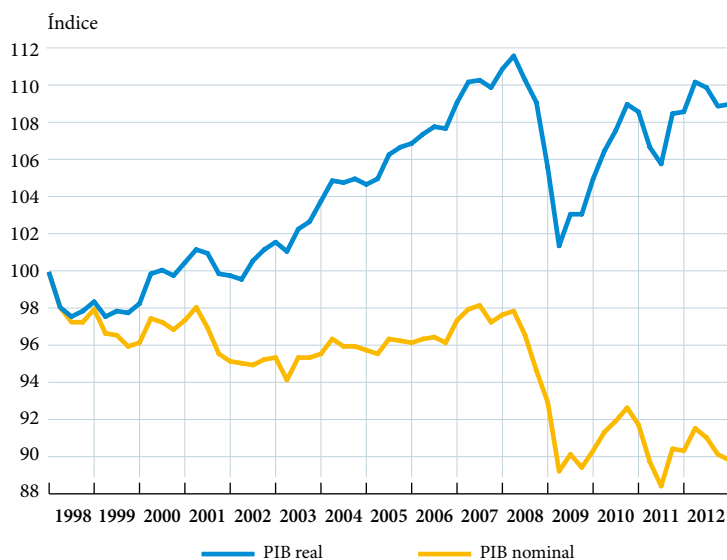
Si bien es probable que el *Abenomics* funcione a corto plazo, el veredicto final lo dará el tercer pilar del programa, las reformas estructurales, cuyo objetivo es recuperar la competitividad frente a los rivales asiáticos de las empresas niponas que, en su haber, han reducido su endeudamiento. Ello facilitaría que el sector privado tome el relevo de los estímulos públicos.

**La expansión monetaria de Abe busca acabar con la deflación y crecer en términos corrientes.**

**Los mercados dan un espaldarazo a la expansión monetaria, pero el éxito a largo plazo dependerá de las reformas estructurales.**

## JAPÓN: LOS FRUTOS DE LA DEFLACIÓN

Evolución del PIB real y nominal. Diciembre 1997 = 100 (\*)



(\*) NOTA: PIB real es el PIB nominal descontando la variación de precios.

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

## Guerra de divisas: mucho ruido y pocas nueces, al menos por ahora

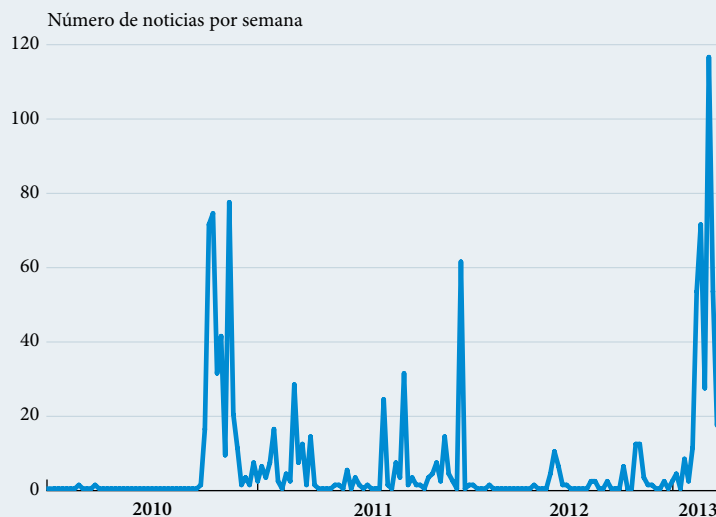
La crisis económico-financiera global iniciada en 2007 se ha comparado en múltiples ocasiones y por distintos motivos con la Gran Depresión de los años treinta del siglo pasado. Así por ejemplo, la formación de una burbuja crediticia previa, los problemas del sector bancario o el debate sobre las políticas monetaria y fiscal óptimas han dado pie a trazar paralelismos razonables entre ambas épocas. Otro frente sometido a comparación es el de las políticas cambiarias, en particular las referencias a una eventual «guerra de divisas». Ciertamente se pueden apreciar algunas similitudes, pero por fortuna las dinámicas de los últimos años no han sido tan turbulentas ni perniciosas como lo fueron entonces.

El éxito mediático de la expresión «guerra de divisas» va ligado a su ambigüedad y grandilocuencia. Cabe interpretarla como la proliferación de acciones, por parte de las autoridades económicas de los distintos países, enfocadas a devaluar o depreciar la moneda propia, con el propósito de ayudar a las exportaciones, frenar las importaciones y combatir así la debilidad económica. «Devaluaciones competitivas» o «políticas de empobrecer al vecino» son términos alternativos. Los instrumentos para conseguirlo son variados y con dispar grado de sutileza: desde la mera intervención directa en los mercados de divisas para manipular la cotización, pasando por el establecimiento de controles de cambios, hasta el diseño de las políticas monetaria y fiscal.

Enjuiciar si un país agrede cambiariamente a los demás no es una cuestión inequívoca, especialmente cuando las herramientas utilizadas son sutiles. El móvil y la circunstancia que rodea la actuación son determinantes para el dictamen. Así, cuando el objetivo principal es estimular la demanda interna y la incidencia sobre el tipo de cambio solo es un efecto secundario, no parece que se trate de una agresión. Igualmente, una misma medida debe tener distinta consideración según si tiene lugar en un entorno en el que la divisa está claramente sobrevalorada, o si por el contrario está infravalorada. Por otro lado, la presencia adyacente de medidas proteccionistas es de la máxima relevancia, dado el efecto nocivo que suelen deparar las «guerras comerciales» para todas las partes implicadas.

### APARICIÓN DEL TÉRMINO *CURRENCY WARS* EN BLOOMBERG NEWS TREND

*Currency Wars*: un fenómeno mediático que viene y va



FUENTE: Bloomberg.

Los acontecimientos de los años treinta merecen el calificativo de guerra de divisas<sup>(1)</sup>. El escenario de partida contaba con dos elementos básicos: la Gran Depresión y el Patrón Oro, un régimen de tipos de cambio fijos en el que cada moneda estaba anclada al oro. Acuciadas por la recesión, las autoridades del Reino Unido decidieron abandonar este corsé hacia finales de 1931, desencadenando una larga cadena de eventos con alcance global. Los países escandinavos emprendieron el mismo camino que el Reino Unido ya ese mismo año. Inicialmente, uno de los objetivos de modificar el régimen cambiario fue permitir la adopción de políticas monetarias más expansivas dirigidas a la demanda interna, pero también se perseguía depreciar la divisa y mejorar las exportaciones. De hecho, con el tiempo este pasó a ser el foco central de actuación. Pocos años después, Francia y Alemania renunciaron también al patrón oro, mientras que Estados Unidos lo mantuvo bajo una fórmula descafeinada. Las devaluaciones competitivas se convirtieron en práctica habitual. No faltaron los controles de capitales, en ocasiones con carácter defensivo y en otras ofensivo. Desgraciadamente, la guerra comercial tardó poco en estallar, alcanzando cotas muy perjudiciales. Todo ello bajo un clima de reproches, acusaciones y descoordinación entre países que no hizo sino desvirtuar el efecto expansivo procedente de la aplicación general de políticas monetarias más expansivas. De hecho, tampoco contribuyó a calmar un tenso clima político internacional que desembocaría en un conflicto militar sin precedentes.

La dinámica de los últimos cuatro años es mucho más razonable. El fantasma de la guerra de divisas ha ido asomándose ocasionalmente, pero de momento sin materializarse. Las apariciones más llamativas han coincidido con el anuncio de los denominados «programas de expansión cuantitativa» por parte de los bancos centrales de los principales países desarrollados. En septiembre de 2010, el ministro de economía brasileño Guido Mantega impulsó mediáticamente la expresión «guerra de divisas» tras conocer los planes del programa QE2 de la Reserva Federal de Estados Unidos. En el tránsito entre 2012 y 2013 la agitación ha vuelto a dispararse al hilo de las ambiciosas políticas monetaria y fiscal anunciadas por el Gobierno y el banco central de Japón. Entre medio, hemos asistido a una variada gama de activismo cambiario. En Suiza, el banco central estableció un límite a la cotización del franco con respecto al euro, y ha realizado intervenciones directas. Algunos otros países desarrollados también han recurrido o amagado con intervenciones. En diversos países emergentes ya eran habituales antes de la crisis y han continuado, junto a la utilización de controles de capitales. Sin embargo, todas estas operaciones y escaramuzas distan de constituir una guerra de divisas equiparable a la de los años treinta. Un examen de los motivos y las circunstancias revela una situación relativamente tranquilizadora.

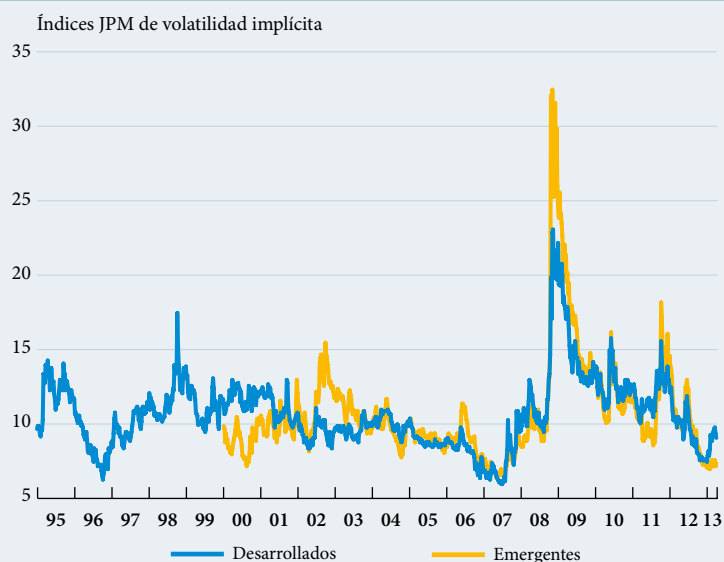
De entrada, la Gran Recesión de estos años no ha alcanzado las dramáticas cotas de la Gran Depresión, mientras que la flexibilidad de los regímenes cambiarios ahora imperantes ya estaba bien rodada al llegar 2008, a diferencia del caos desencadenado tras la ruptura súbita del rígido patrón oro. En este contexto, las medidas de política económica adoptadas se han orientado mayoritariamente hacia objetivos internos y no a manipular el tipo de cambio; en los países desarrollados, a estimular la demanda interna: esto parece muy claro en el caso de Estados Unidos y su contundente política monetaria, y algo menos en el caso de Japón; en los países emergentes, a preservar la estabilidad financiera. Este es un objetivo que ha adquirido carta de legitimidad tras los traumáticos episodios de las últimas décadas, como la propia sacudida posterior a la quiebra de Lehman, y previamente las crisis asiática y latinoamericana de los noventa. La utilización de controles de cambios para reconducir flujos de capital especulativos ha pasado a considerarse una práctica aceptable, muy distinta a cuando persigue fines mercantilistas<sup>(2)</sup>.

(1) Véase, por ejemplo, Eichengreen, Barry y Douglas Irwin (2010), «The Slide to Protectionism in the Great Depression: Who Succumbed and Why?» *Journal of Economic History* 70, pp. 871-897.

(2) Véase el recuadro «El tipo de cambio como instrumento de política económica», en este mismo volumen.

## NO HAY SIGNOS DE NERVIOSISMO ENTRE LOS OPERADORES EN EL MERCADO DE DIVISAS

Volatilidad en los mercados de divisas



FUENTES: JP Morgan y Bloomberg.

Adicionalmente, las actuaciones más significativas se han producido en países cuya moneda se había apreciado por motivos no fundamentales, en particular por la enorme aversión al riesgo reinante estos años (casos del franco suizo y del yen). En este sentido, el propio FMI ha manifestado que no aprecia en la actualidad desviaciones significativas respecto a los valores de equilibrio fundamental entre las principales monedas<sup>(3)</sup>. Por otro lado, el funcionamiento operativo de los mercados de cambios ha sido correcto, sin interrupciones ni disfunciones (con la notable excepción de los meses post-Lehman, un evento que colapsó al conjunto de mercados financieros internacionales). Finalmente, no han aparecido conflictos comerciales graves. De hecho, siguen negociándose más acuerdos de liberalización (destaca el planteado entre Estados Unidos y la Unión Europea), mientras que el comercio internacional se expande con vigor.

El clima de las relaciones entre países se ha mantenido templado, más allá de algún exceso verbal puntual. Foros como el G-20 no son prodigios de armonía, pero han ayudado a conseguir cierta coordinación, aunque sea de manera tácita y a posteriori. En esta línea, algunos observadores<sup>(4)</sup> consideran que no estamos asistiendo a un conflicto cambiario perverso, sino a un proceso espontáneo que permite coordinar internacionalmente la aplicación de políticas monetarias expansivas. Bajo esta interpretación, el propio éxito de estas políticas y la consiguiente recuperación de la economía global deberían alejar definitivamente el fantasma de la guerra de divisas.

(3) Véase el recuadro: «¿Cuál es el precio apropiado de una moneda?», en este mismo volumen.

(4) Véase Eichengreen, Barry. (2013) «Currency War or International Policy Coordination?», *Journal of Policy Modeling* (forthcoming).

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



## China: sigue el avance gradual

Los datos de enero y febrero confirman la tendencia de crecimiento de la economía china, aunque ciertos focos de riesgo siguen amenazando al gigante asiático. Por un lado, el peso del crédito del *shadow banking* (entidades financieras fuera del ámbito del regulador bancario del país) ha ido en aumento; por otro lado, los precios inmobiliarios mantienen su senda alcista, en especial, en las grandes ciudades del país.

Empezando por este último, los precios del inmobiliario volvieron a crecer en febrero. Avanzaron en 66 de las 70 ciudades sobre las que el Servicio Nacional Estadístico Chino reporta precios. Donde más aumentaron (un 3,1% respecto a enero) fue en Guangzhou —capital de la provincia de Guangdong, conocida mundialmente como la fábrica del mundo—. En las grandes ciudades, la senda alcista en dichos precios no ha cesado desde el verano de 2012. La reacción del Gobierno, ante dicha subida, no se hizo esperar y anunció una nueva ronda de medidas para enfriar el mercado inmobiliario: nueva subida de impuestos en la compraventa de viviendas y en las aportaciones iniciales, entre otras restricciones.

A pesar de todo, es necesario poner las subidas de precios en contexto. En particular, el aumento de precios del inmobiliario no parece haber empeorado, de manera sustancial, la accesibilidad a la vivienda. Si bien en los últimos años (2000-2011) la apreciación inmobiliaria había superado el aumento de los ingresos disponibles en algunas grandes ciudades —Shanghái, Shenzhen, Hangzhou y Beijing—, la subida de 2012 se ha mantenido en línea con la mejora en los ingresos.

En lo referente al *shadow banking*, cada vez son más las voces que alertan del fuerte aumento del crédito concedido a través de estas entidades financieras. Aunque dichas entidades han apoyado la financiación de pequeñas y medianas empresas, a veces olvidadas por los bancos comerciales, y ofrece nuevas posibilidades de inversión más rentables que los clásicos depósitos, también acarrea ciertos riesgos, como su excesiva concentración en el crédito promotor y de *maturity mismatch* (desfase de vencimientos entre exposiciones y cobertura sobre estas exposiciones).

En términos de actividad, los indicadores de enero-febrero conjuntos —por la distorsión que provoca el Año Nuevo chino,

**Los indicadores de actividad de China siguen confirmando la gradual mejora del crecimiento.**

**Con todo, el mercado inmobiliario y el aumento del *shadow banking* son cuestiones que requieren supervisión.**

## CHINA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2011	2012	2012				2013	
			I	II	III	IV	Enero	Febrero
PIB real	9,3	7,8	8,1	7,6	7,4	7,9	–	...
Producción industrial (*)	13,7	10,0	11,6	9,5	9,1	9,2	–	9,9
Producción eléctrica	10,9	4,2	6,5	1,2	2,1	7,4	–	5,4
Precios de consumo	5,4	2,6	3,8	2,9	1,9	2,1	2,0	3,2
Balanza comercial (**)	154	231	157	179	196	231	233	280
Tipo de interés de referencia (***)	6,56	6,00	6,56	6,31	6,00	6,00	6,00	6,00
Renminbi por dólar	6,5	6,3	6,3	6,3	6,4	6,2	6,2	6,2

NOTAS: (\*) Dato conjunto de enero-febrero.

(\*\*) 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.

**El PIB de Brasil avanza un débil 1,4% interanual el cuarto trimestre de 2012.**

que no siempre cae el mismo mes—, siguen confirmando la mejora gradual de la economía. En particular, la inversión acumulada en capital fijo urbano avanzó un 21,2% interanual en enero-febrero, por encima del 20,7% del último trimestre de 2012. Asimismo, la producción industrial avanzó un 9,9% interanual, igualando el promedio del último trimestre del año. Por su parte, el consumo ha ralentizado su marcha, aunque esperamos una mejora sustancial en 2013 gracias, en parte, a las medidas de soporte que planea el Ejecutivo del país.

Por último, en este entorno de actividad la inflación repuntó en febrero, hasta el 3,2% frente al 2% de enero. Sin embargo, en el acumulado de enero-febrero la inflación se situó en el 2,6%, algo por encima del 2,1% del cuarto trimestre por la fortaleza en los precios de los alimentos, pero todavía muy por debajo de la nueva meta gubernamental del 3,5%.

### **Brasil: el crecimiento sigue anémico y la inflación escala**

La economía brasileña sigue anémica con un ritmo de recuperación mucho más lento de lo que se esperaba. Aunque la primera potencia latinoamericana creció un 0,6% respecto al tercer trimestre del 2012, por encima del 0,4% del trimestre anterior, todavía se encuentra por debajo de las tasas a que nos tenía acostumbrados antes el estallido de la crisis global (-1,0% intertrimestral). En términos interanuales, el avance fue del 1,4%, situando el cómputo total del año 2012 en un escueto 0,9% y reafirmando la postura de aquellos que esperan un 2013 todavía complicado. Todo ello agravado por la existencia de cuellos de botella importantes que siguen limitando la capacidad productiva y la flexibilidad económica del país. A modo ilustrativo, los problemas logísticos y de transporte en el sector agrícola erosionan

rán gran parte de los beneficios de la buena cosecha que se espera en 2013.

Por componentes de demanda, la visión es algo más positiva, pues la inversión aumentó por primera vez en el último año, un 0,5% respecto al tercer trimestre del 2012, aun registrando una bajada del 4,6% en términos interanuales. Por su parte, el consumo de los hogares siguió resistiendo y avanzó un 1,2% respecto al segundo trimestre. Aunque el consumo privado supone algo más del 60% del PIB del país, dicha resistencia no será suficiente para arrastrar de manera significativa las tasas de crecimiento sin una mayor fortaleza de la inversión.

En este entorno de débil mejora, la inflación sigue repuntando. La cifra de enero se colocó en el 6,3%, solo 0,2 puntos porcentuales por debajo del techo en el objetivo de inflación del Comité de Política monetaria (COPOM). A fin de contrarrestar un poco dicha subida, y dado que la corrección que se esperaba en el precio de los alimentos no se ha producido, la presidenta, Dilma Rousseff, adelantó la bajada de impuestos sobre los bienes básicos inicialmente prevista para mayo.

Las presiones inflacionistas limitan el margen del Banco Central para apoyar el deprimido crecimiento económico. En este sentido, en el acta de la reunión del COPOM de marzo se intuye un cambio de rumbo en la política monetaria, que entre agosto de 2011 y octubre de 2012 recortó en 525 puntos básicos el tipo de interés de referencia (Selic) hasta el actual 7,25%. Con todo, la debilidad económica nos lleva a descartar cambios en el tipo de interés hasta que se perciba una mejora significativa del ritmo de actividad, a no ser que la inflación se aleje en exceso del rango objetivo. Por lo tanto, mantenemos nuestro escenario, que contempla subidas en la tasa Selic a partir de mediados de 2013.

**La inflación sigue repuntando y alcanza el 6,3% en febrero, rozando el techo del objetivo del Banco Central...**

**...lo que limita el margen del Banco Central para apoyar el crecimiento económico.**

## BRASIL: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2011	2012	2012				2013	
			I	II	III	IV	Enero	Febrero
PIB real	2,7	0,9	0,7	0,4	0,9	1,4	-	...
Producción industrial	0,4	-2,7	-3,7	-4,6	-2,1	-0,2	3,4	...
Confianza del consumidor (*)	113,2	114,0	113,2	113,4	113,2	116,2	114,2	113,6
Tasa de paro (**)	6,0	5,5	5,8	5,9	5,4	4,9	5,4	...
Precios de consumo	6,6	5,4	5,8	5,0	5,2	5,6	6,2	6,3
Balanza comercial (***)	29,8	19,4	29,1	23,9	22,4	19,4	16,7	13,7
Tipo de interés SELIC (%, final periodo)	11,00	7,25	9,75	8,50	7,50	7,25	7,25	7,25
Reales por dólar (*)	1,67	1,95	1,83	2,01	2,03	2,05	1,99	1,98

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 lo relativo al ritmo de actividad, enero sorprendió con una significativa mejora del índice de producción industrial. En particular, creció un 2,5% respecto a diciembre, muy por encima de la bajada del 2,7% de 2012. Aunque parte de la subida se explica por los estímulos al sector automovilístico, la mejora no se ha limitado a dicho sector. Este dato, sin embargo, no cambia nuestra previsión de que, en el primer trimestre, el crecimiento será semejante al del cuarto trimestre de 2012.

### México: las reformas llegan al sector de las telecomunicaciones

El presidente de México, Enrique Peña Nieto, prosigue su ambicioso plan de reformas estructurales con la finalidad de aumentar el potencial de crecimiento del país desde el 3%-4% actual hasta el 6%. La reforma de las telecomunicaciones confirma la determinación de cambio del país latinoamericano, de la que muchos dudaban. En palabras del propio presidente: «En México no hay intereses intocables».

Primero fue la reforma laboral, que busca aumentar la flexibilidad del mercado de

trabajo y que rompió con las rigideces del sistema durante 40 años. Después, la reforma educativa, entre otras cosas, estableció un sistema transparente de evaluación y contratación de maestros, eliminando la práctica de heredar o vender las plazas docentes.

Ahora le ha tocado el turno al sector de las telecomunicaciones. El objetivo de la reforma es aumentar la competencia en el sector, a fin de abaratar unos precios que se estiman demasiado elevados.

En este contexto de reformas, la inflación repuntó levemente en febrero, situándose en el 3,6%, frente al 3,3% de enero. Sin embargo, el aumento de precios no fue generalizado, sino que se concentró en algunos pocos bienes y servicios. En general, las presiones inflacionistas están, por ahora, contenidas.

Dicha contención de precios ha ayudado al (relativamente) inesperado recorte en 50 puntos básicos del tipo de interés oficial hasta el 4%, la primera bajada desde julio de 2009. Con la inflación bajo control, han pesado más los riesgos a la baja, derivados de un deterioro económico global mayor

**México emprende la reforma del sector de las telecomunicaciones para reducir su concentración.**

**Banxico recorta tipos ante la incertidumbre global y la contención de precios.**

## MÉXICO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2011	2012	2012				2013	
			I	II	III	IV	Enero	Febrero
PIB real	3,9	3,9	4,9	4,4	3,3	3,3	-	...
Producción industrial	4,0	3,4	4,1	4,0	3,9	1,7	0,3	0,0
Confianza del consumidor (*)	91,7	95,8	94,1	96,4	96,8	96,0	100,0	95,5
Índice avanzado de actividad (*)	121,6	126,3	125,1	126,1	126,7	127,5	NA	NA
Tasa de paro (**)	5,2	5,0	5,0	4,8	5,1	4,9	5,4	NA
Precios de consumo	3,2	3,4	3,9	3,9	4,6	4,1	3,3	3,6
Balanza comercial (***)	-1,5	0,2	-1,6	-1,3	1,4	0,2	-2,4	-2,9
Tipo de interés oficial de Banxico (%)	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50
Pesos mexicanos por dólar (*)	12,41	13,16	12,81	13,43	12,87	12,98	12,71	12,77

NOTAS: (\*) Valor.

(\*\*) Porcentaje sobre población activa.

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

FUENTES: Banco de México y elaboración propia.

### El petróleo baja hasta los 107,8 dólares por barril.

de lo previsto. Con todo, el comunicado oficial de Banxico recaló que no se trata del inicio de un ciclo acomodaticio.

Entre reforma y reforma, el desglose por componentes del PIB del cuarto trimestre reveló, nuevamente, el fondo de resistencia de la demanda interna. En particular, el consumo destacó con una contribución cercana a los dos puntos y medio porcentuales, mientras que la inversión hizo su parte con una contribución de casi un punto. Por el contrario, la aportación (-0,2 puntos porcentuales) de la demanda externa refleja la ralentización global de finales de 2012.

### El petróleo baja

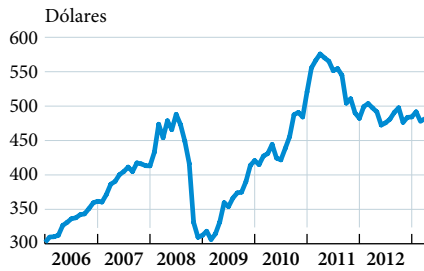
El petróleo continuó con la corrección iniciada en la segunda mitad del mes pasado. Entre el 20 de febrero y el 20 de marzo, el precio del crudo perdió un 7,0%, quedándose en los 107,9 dólares por barril (calidad Brent, para entregas a un mes), tras haber alcanzado 118,0 dólares el pasado 14 de febrero.

El descenso del precio del petróleo obedece a una demanda global que, en 2013, tirará menos de lo que se esperaba. Sin embargo, las oscilaciones en precios no deberían ser excesivamente amplias, ya que Arabia Saudita, que es el mayor productor global con cerca del 11% del total, regula su producción buscando la estabilidad de precios a un nivel que satisfaga sus necesidades presupuestarias. Así, es difícil que el precio del crudo llegue a perder el nivel de los 100 dólares en 2013. La consecuencia inmediata de los últimos descensos debería traer, empero, un relajamiento del IPC de las principales economías en los próximos meses.

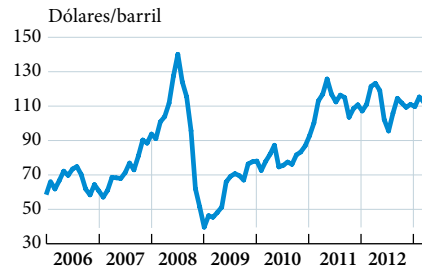
En el resto de las materias primas predominaron los descensos, aunque el índice CRB se mantuvo plano entre el 20 de febrero y el 20 de marzo. Los retrocesos se centraron en los metales básicos, que acusan las dudas sobre el crecimiento de grandes economías emergentes como India y Brasil. El hierro interrumpió una carrera alcista que duraba desde diciembre de 2012 y volvió al redil del resto de los metales básicos con un descenso del 17,5%. Asi-

## EVOLUCIÓN DE MATERIAS PRIMAS SELECCIONADAS (\*)

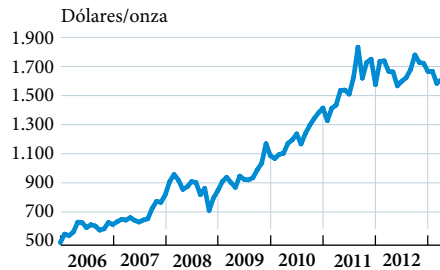
Índice CRB



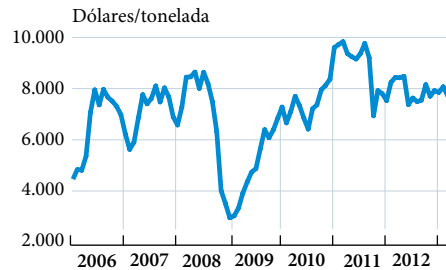
Petróleo Brent



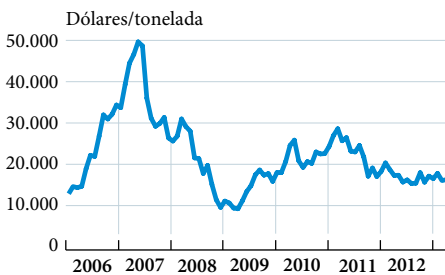
Oro



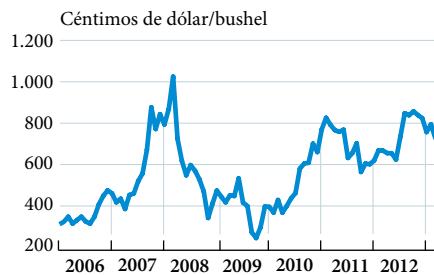
Cobre



Níquel



Trigo



NOTA: (\*) Datos correspondientes al último día del mes (último dato, 20 de marzo).

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

mismo, aluminio, cobre y níquel cedieron un 7,8%, 4,3% y 2,1%, respectivamente. Los metales preciosos, platino, plata y paladio, bajaron mientras que el oro se mantuvo relativamente estable en 1.607 dóla-

res por onza. Los alimentos constituyeron el sector alcista, capitaneados por el trigo y el algodón, que es el material que más se ha encarecido en 2013 por la acumulación de existencias en China.

**El debilitamiento de las economías emergentes abarata las materias primas energéticas e industriales.**

## UNIÓN EUROPEA

**El BCE revisa sus previsiones de crecimiento por el efecto base del cuarto trimestre.**

**La caída de las exportaciones, principal responsable de la aceleración de la recesión en el cuarto trimestre de 2012.**

### La actividad se estabiliza poco a poco

La caída del PIB en el cuarto trimestre de 2012 fue algo mayor de lo previsto, concretamente del -0,6% intertrimestral. Con ello, la zona del euro enlaza cinco trimestres consecutivos de retroceso del PIB, y sitúa la tasa de variación interanual en el -0,9% para este trimestre y en el -0,5% para el conjunto del año.

Debido a este mayor retroceso, las previsiones se han tenido que revisar a la baja por el efecto de base, aun manteniendo el perfil de recuperación. Así, el Banco Central Europeo, en su informe de marzo, rebajó el crecimiento previsto de la zona del euro en 2 décimas hasta el -0,5% en 2013 y en 2 décimas hasta el 1,0% en 2014. La previsión para 2013 está ligeramente por debajo de la del consenso de analistas y la Comisión Europea, que la sitúan en el -0,3%.

La aceleración del ritmo de contracción en el tramo final del año se debe, por un lado, a una mayor debilidad de la demanda interna, cuya contribución al crecimiento del PIB fue de -0,6 puntos porcentuales en términos intertrimestrales comparada con -0,5 puntos en el trimestre anterior. No obstante, el principal factor que propició un incremento de la contracción del PIB en el cuarto trimestre fue la caída de las exportaciones, que se redujeron un 0,9% intertrimestral. Dado que las importaciones experimentaron una caída similar, la demanda externa tuvo una contribución nula al crecimiento. Ello contrasta con la evolución del sector exterior en los tres primeros trimestres del año 2012, que tuvo una contribución promedio de 0,4 puntos porcentuales al crecimiento intertrimestral del PIB.

En términos interanuales, la aportación de la demanda externa bajó de los 2,5 puntos en el tercer trimestre hasta los 2,2 puntos en

### ZONA DEL EURO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2011	2012	2012				2013	
			I	II	III	IV	Enero	Febrero
<b>PIB</b>	<b>1,5</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,9</b>	-	...
<i>Alemania</i>	<i>3,1</i>	<i>0,9</i>	<i>1,2</i>	<i>1,0</i>	<i>0,9</i>	<i>0,4</i>	-	...
<i>Francia</i>	<i>1,7</i>	<i>0,0</i>	<i>0,2</i>	<i>0,1</i>	<i>0,0</i>	<i>-0,3</i>	-	...
<i>Italia</i>	<i>0,5</i>	<i>-2,4</i>	<i>-1,6</i>	<i>-2,6</i>	<i>-2,6</i>	<i>-2,8</i>	-	...
<i>España</i>	<i>0,4</i>	<i>-1,4</i>	<i>-0,7</i>	<i>-1,4</i>	<i>-1,6</i>	<i>-1,9</i>	-	...
<b>Ventas al por menor</b>	<b>-0,2</b>	<b>-1,8</b>	<b>-1,1</b>	<b>-1,7</b>	<b>-1,4</b>	<b>-2,8</b>	<b>-1,3</b>	...
<b>Confianza del consumidor (*)</b>	<b>-14,5</b>	<b>-22,3</b>	<b>-19,9</b>	<b>-19,5</b>	<b>-23,8</b>	<b>-26,2</b>	<b>-23,9</b>	<b>-23,6</b>
<b>Producción industrial</b>	<b>4,4</b>	<b>-2,1</b>	<b>-2,0</b>	<b>-2,3</b>	<b>-2,1</b>	<b>-3,0</b>	<b>-1,3</b>	...
<b>Sentimiento económico (*)</b>	<b>102,0</b>	<b>90,5</b>	<b>95,4</b>	<b>92,4</b>	<b>87,4</b>	<b>87,0</b>	<b>89,5</b>	<b>91,1</b>
<b>Índice de actividad empresarial Ifo (*)</b>	<b>111,3</b>	<b>105,0</b>	<b>109,2</b>	<b>107,2</b>	<b>102,3</b>	<b>101,4</b>	<b>104,3</b>	<b>107,4</b>

NOTA: (\*) Valor.

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

el cuarto. A pesar de ello, la mejora de la coyuntura global, con un crecimiento mundial previsto del 3,5% en 2013, 3 décimas más que en 2012 según el Fondo Monetario Internacional, debería ofrecer un importante soporte a las exportaciones. En definitiva, no parece que el principal motor de la recuperación, el sector exterior, esté en peligro de momento.

En cambio, la debilidad de la demanda interna sí que es muy probable que siga lastrando el crecimiento durante la primera mitad del año, aunque con menor intensidad que la acaecida en el cuarto trimestre. En efecto, todos los componentes de la demanda interna retrocedieron respecto al periodo anterior en el cuarto trimestre. El consumo privado se redujo un 0,4% intertrimestral, continuando así la dinámica contractiva de los cuatro trimestres precedentes. La persistencia de la debilidad del consumo privado se explica, en parte, por la caída de la renta bruta disponible de los hogares, que refleja la pobre evolución del mercado laboral y las subidas impositivas en muchos países de la zona del euro.

Por su lado, el consumo público experimentó una ligera caída, del -0,1% intertrimestral, similar a la de los dos trimestres anteriores. Ello refleja los esfuerzos de consolidación fiscal en buena parte de los países de la zona del euro.

El último componente de la demanda interna, la inversión, es el componente que sufrió un mayor retroceso en el cuarto trimestre, del -1,1% intertrimestral. Con ello, la variación de la inversión para el conjunto del año se situó en el -3,9%. El comportamiento de la inversión es, hasta cierto punto, el habitual en una recesión, pues es el componente más volátil de la demanda interna, es decir, se contrae más en recesión, pero también crece más rápidamente en las recuperaciones. Lo preocupante en la actual coyuntura es que lleva acumulada un caída del 18,9% desde el

primer trimestre de 2008, y ello puede suponer un importante obstáculo para garantizar un crecimiento sostenible en el largo plazo. La paulatina recuperación de la confianza debería ayudar a la reactivación de un componente de vital importancia como es la inversión.

Los indicadores adelantados del año 2013 sugieren que la intensidad de la recesión se está apaciguando. La mejora de los índices de confianza que se observó en el mes de enero se ha ido consolidando en el mes de febrero. Así, por ejemplo, el índice de sentimiento económico de la Comisión Europea aumentó 1,1 puntos en febrero y se situó claramente por encima de los registros del cuarto trimestre de 2012. El índice de gestores de compras PMI de manufacturas de febrero mantuvo el nivel alcanzado en el mes anterior.

También los indicadores de actividad de alta frecuencia, aunque siguen en zona de declive, muestran una mejor evolución respecto al trimestre anterior. Así, por ejemplo, la producción industrial redujo el ritmo de contracción en enero, tras la fuerte caída del cuarto trimestre, con una variación interanual del -1,3%. Destaca la subida de la producción de bienes de consumo no duradero, que registró un crecimiento del 3,1% interanual. Por su lado, las ventas minoristas se incrementaron un 1,2% en enero respecto al mes anterior, lo que confiere un cierto optimismo para la estabilización del consumo privado en el primer trimestre del año. Con este dato, la tasa de variación interanual moderó sustancialmente el ritmo de caída hasta el -1,3% respecto al -3,0% registrado en diciembre. Ello confiere evidencia de que probablemente la crisis haya tocado fondo en el cuarto trimestre de 2012.

Sin embargo, la aparición de nuevos focos de incertidumbre hace que los riesgos sobre las perspectivas de crecimiento estén sesgados a la baja. Entre ellos, destaca la enor-

**La fragilidad de la demanda interna seguirá pesando sobre la actividad.**

**Aunque la situación es todavía frágil, la recuperación se irá afianzando en los próximos meses.**

**Cada vez son más los argumentos que hacen pensar que lo peor de la crisis queda atrás.**

## Chipre e Italia abren dos nuevos focos de incertidumbre.

me expectativa respecto al plan de rescate de Chipre y las dudas de que el parlamento chipriota acepte íntegramente el acuerdo. Aunque las primeras reacciones han sido por el momento contenidas, existe inquietud ante la posible reactivación de las tensiones en los mercados de deuda soberana en otros países considerados vulnerables.

Tampoco ayuda la situación en Italia. Después de las sesiones parlamentarias para la designación de un nuevo Gobierno, no se aprecia un acercamiento significativo entre las distintas formaciones con

posibilidad de pacto, y ello hace pensar que será difícil que se forme un Gobierno fuerte. A pesar de este escenario de indefinición, es remarcable el tono de calma del mercado de deuda italiana, lo que probablemente se explique por los avances realizados para fortalecer las instituciones de la unión económica y monetaria. En este sentido, es poco probable que se repita el escenario imperante durante 2011-2012, pero, no obstante, la resolución de estos aspectos marcará, sin lugar a dudas, la evolución de la zona del euro en los próximos trimestres.

## ¿Cuál es el precio apropiado de una moneda?

El temor a una «guerra de divisas» se ha convertido en recurrente desde que la economía mundial se adentró en una etapa de turbulencias financieras y económicas en 2008. No en vano, en un entorno de bajo crecimiento, parece sugerente recurrir a una devaluación para incrementar la competitividad y ganar, con ello, un plus de actividad vía demanda exterior. Sin embargo, devaluar no sale gratis: no solo impone riesgos económicos —fundamentalmente, en forma de inflación— sino que puede desencadenar represalias por parte de otros países cuyas exportaciones se ven afectadas por la medida o que, simplemente, la perciben como una amenaza. Con todo, acusar a un país de estar depreciando excesivamente su divisa no es sencillo. Ello exige establecer, primero, cuál es el valor apropiado de esa moneda para juzgar si está infravalorada o sobrevalorada.

Dicho valor sería lo que la literatura académica denomina «tipo de cambio de equilibrio»: aquel que permitiría a una economía alcanzar, a medio plazo, un equilibrio tanto interno como externo. Una economía se halla en equilibrio interno cuando está utilizando todos los recursos disponibles para la producción sin generar presiones sobre los precios. El equilibrio externo exige, además, que su saldo por cuenta corriente se corresponda con sus fundamentos demográficos y macroeconómicos, con relación a los de sus socios comerciales.

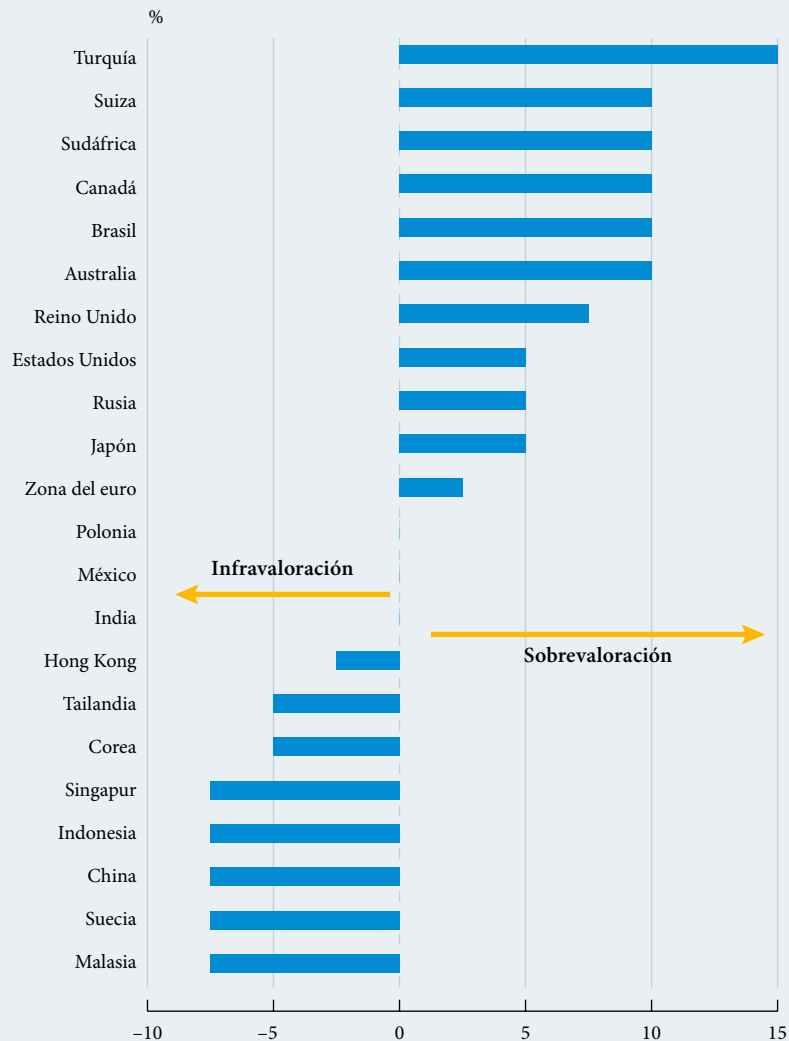
El tipo de cambio de equilibrio no deja de ser, pues, una construcción teórica, con lo cual, no es directamente observable. No obstante, se han ideado variedad de métodos para estimarlo, con resultados no siempre coincidentes. En su afán por estandarizar la metodología, el Fondo Monetario Internacional (FMI) combina tres procedimientos distintos. Dos de ellos (el de «regresión de cuenta corriente» y el de «regresión de tipo de cambio real») parten de un análisis econométrico mientras que el tercero (el de «sostenibilidad externa») no se basa en ningún modelo, ni econométrico ni teórico, sino en un simple cálculo aritmético del saldo por cuenta corriente que garantizaría la sostenibilidad de la deuda externa (definida dicha sostenibilidad de forma más o menos arbitraria).

El método de «regresión de cuenta corriente» estima el tipo de cambio de equilibrio como aquel que llevaría el saldo por cuenta corriente hasta el nivel que, teóricamente, debería exhibir esa economía. El ejercicio se estructura en tres fases. Primero, se estima un modelo econométrico de regresión que relaciona el saldo por cuenta corriente con una serie de variables explicativas identificadas como relevantes por la teoría económica. Estas incluyen factores demográficos, la renta per cápita relativa, el crecimiento económico, el saldo de la balanza energética si



## LA MAYORÍA DE DIVISAS DE REFERENCIA NO SE ALEJA EXCESIVAMENTE DE SUS TIPOS DE EQUILIBRIO

Desviación del tipo de cambio efectivo real respecto al tipo de cambio de equilibrio (\*)



NOTA: (\*) Un signo positivo indica sobrevaloración de la moneda, mientras que un signo negativo indica infravaloración. Los valores representados son el punto medio en los intervalos que estima el FMI para cada divisa.  
FUENTE: FMI, Pilot External Sector Report, julio 2012.

supera el 10%, la posición inversora neta en relación al PIB, factores cíclicos (como el *output gap* o los términos de intercambio de las materias primas) y una serie de indicadores de política económica (todo ello en relación con los de sus socios comerciales).

La relación entre dichas variables y el saldo por cuenta corriente es intuitiva. Por ejemplo, la cuenta corriente en economías emergentes o en vías de desarrollo, con fuertes necesidades de inversión, tenderá a ser deficitaria. A medida que su nivel de renta aumenta, la balanza por cuenta corriente también debería tender a volverse más

positiva. Por otra parte, una población más anciana tiende a tener una mayor tasa de ahorro y, por lo tanto, a generar un saldo por cuenta corriente más positivo. En lo referente a la posición inversora internacional neta, una mayor posición en activos externos netos permite financiar saldos deficitarios sin amenazar la solvencia externa del país; al mismo tiempo, cuanto más elevada sea la posición inversora externa neta, mayor tenderá a ser el saldo de la balanza de rentas y, por consiguiente, el saldo corriente.

Tras estimar el modelo para la cuenta corriente de equilibrio, se computa la desviación del saldo actual respecto al saldo corriente de equilibrio, calculado como la predicción del modelo a partir de los registros actuales de las variables explicativas. En otras palabras, la desviación del saldo por cuenta corriente respecto a su nivel de equilibrio se estima como el residuo de la regresión. Una vez determinado el *gap* por cuenta corriente respecto al saldo de referencia, se calcula cuál sería la variación necesaria en el tipo de cambio para eliminar la diferencia entre la cuenta corriente actual y la cuenta corriente de equilibrio. A modo de ejemplo: supongamos que el país X registra un superávit por cuenta corriente del 5% del PIB mientras que su saldo corriente de equilibrio según esta metodología se estima en un superávit del 1% del PIB. Esos cuatro puntos porcentuales de diferencia deben reducirse mediante una apreciación, en términos reales, de la moneda del país. La magnitud de dicha apreciación se deriva de la relación econométrica entre el tipo de cambio efectivo real y el saldo corriente<sup>(1)</sup>. Si, por ejemplo, cada punto de apreciación del tipo de cambio conlleva una reducción del saldo por cuenta corriente de 0,5 puntos porcentuales, entonces el país X deberá registrar una apreciación del 8% en su tipo de cambio para cerrar la distancia entre la cuenta corriente de referencia y la realizada. Por lo tanto, según dicha metodología, el tipo de cambio de equilibrio del país X se hallaría un 8% por encima del tipo de cambio actual, con lo cual su moneda estaría infravalorada.

El segundo de los métodos que utiliza el FMI para evaluar los desequilibrios cambiarios, el de regresión del tipo de cambio real, parte de la misma base teórica que el anterior, pero se estructura en dos estadios. En el primero, también especifica un modelo econométrico, pero, en este caso, relaciona, directamente, el tipo de cambio efectivo real con una serie de variables que la literatura económica ha identificado como factores determinantes. En esencia, este método y el anterior parten de la premisa de que la mayoría de fundamentos económicos y demográficos que determinan el saldo por cuenta corriente también determinan el tipo de cambio, con lo cual el conjunto de variables explicativas en la especificación econométrica de una y otra metodología es muy similar. Una vez estimado el modelo, se calcula el *gap* del tipo de cambio real como la diferencia entre su valor actual y la predicción del modelo<sup>(2)</sup>.

El último de los métodos, el de la sostenibilidad externa, seguiría un procedimiento similar al del procedimiento de «regresión de cuenta corriente» pero con dos diferencias clave. Primero, el saldo por cuenta corriente de equilibrio se calcula como el que estabilizaría la posición inversora internacional neta en un nivel considerado razonable (de manera más o menos arbitraria). Segundo, la desviación del saldo por cuenta corriente se estima como la diferencia entre dicho saldo de equilibrio y la proyección a medio plazo, en un escenario base de previsiones, del saldo por cuenta corriente. A partir de aquí, como en el método de regresión de cuenta corriente, se calcula la variación necesaria en el tipo de cambio para eliminar, en este caso, la diferencia entre la cuenta corriente prevista y la de equilibrio, partiendo de la sensibilidad estimada de dicho saldo corriente al tipo de cambio<sup>(3)</sup>.

(1) El tipo de cambio que se utiliza para estimar los valores de equilibrio es el tipo de cambio efectivo real, un índice sintético que tiene en cuenta los tipos de cambios bilaterales y la variación relativa de los precios nacionales respecto al precio de los socios comerciales, ponderado por el peso de cada socio comercial en el comercio internacional total del país en cuestión.

(2) Para asegurar consistencia multilateral, se ajustan los errores de la regresión por la media ponderada global de los errores de todos los países.

(3) Para información detallada sobre las tres metodologías, véase FMI, *Pilot External Sector Report*, julio de 2012, y *External Balance Assessment (EBA): Technical Background of the Pilot Methodology*, agosto de 2012.

Los tres métodos presentan ventajas y limitaciones pero se complementan mutuamente. En general, se tiende a primar la estimación del «de regresión de cuenta corriente», por considerarse el más informativo y fiable. Sin embargo, también presenta algunas limitaciones. En particular, no se ajusta bien a países «extremos» (distintos de la media) como serían aquellos con un peso dominante de determinados sectores productivos (por ejemplo, países exportadores de petróleo o economías pequeñas con importantes centros financieros). El método de regresión de tipo de cambio puede resultar útil, a modo de contraste, cuando el método anterior topa con problemas. En contrapartida, puede incurrir en sesgos si la longitud temporal de la muestra es muy corta. Por su parte, el método de la sostenibilidad externa resulta atractivo por su simplicidad pero adolece de dejar una excesiva discrecionalidad en manos del analista. Por ello, puede ser especialmente apropiado para países con grandes desequilibrios en su posición externa neta y para los que se tiene una idea clara de qué nivel garantiza su sostenibilidad.

A modo ilustrativo, tras el último ejercicio de evaluación de desequilibrios externos globales por parte del FMI (julio de 2012), que utiliza las tres metodologías anteriores, concluiríamos que el mapa económico global no presenta desequilibrios cambiarios generalizados ni extremos. Tal y como ilustra el gráfico anterior, solo seis economías (Turquía, Suiza, Sudáfrica, Canadá, Brasil y Australia) muestran desviaciones (en todos los casos, sobrevaloraciones) en la zona del 10% o mayor respecto a sus tipos de equilibrio. En el otro lado de la balanza, se confirma que el renminbi chino, sospechoso habitual de estar infravalorado, efectivamente lo estaría, pero su desviación tampoco es extraordinaria. Entre el resto de divisas de referencia, la mayoría se hallaban en tipos cercanos al equilibrio como era el caso del euro y, en menor grado, del yen y el dólar (las tres con una mínima sobrevaloración).

Entre la publicación del informe en 2012 y la actualidad, la evolución de los tipos de cambio efectivos reales no altera en lo fundamental las conclusiones anteriores, si bien es cierto que la mayoría de economías emergentes han experimentado apreciaciones de su tipo efectivo real (ello ha permitido, por ejemplo, que China haya corregido la mitad de su infravaloración) y que la divisa nipona ha sufrido una depreciación notable que puede haberla situado por debajo de su tipo de cambio de equilibrio.

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

## Se frena la destrucción del empleo

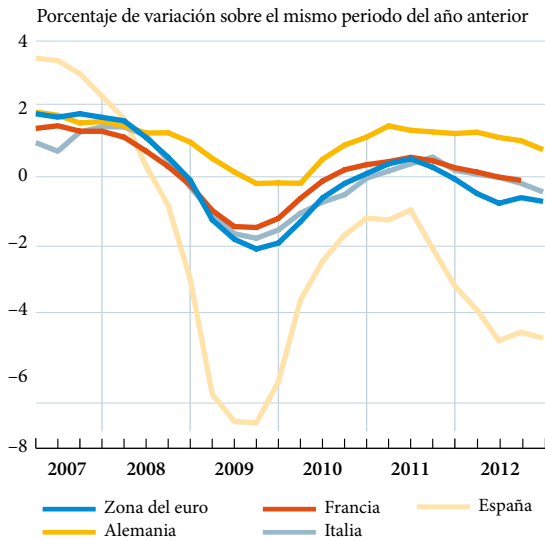
La situación del empleo en los últimos meses siguió deteriorándose como resultado de la debilidad económica. La tasa de paro de la zona del euro se incrementó una décima, hasta el 11,9%, en enero, retomando así, tras un mes de tregua, la trayectoria ascendente. Destacan las diferencias entre Francia y Alemania. Mientras en el país gallo se consolida una tendencia alcista, donde la tasa de paro ya se encuentra en el 10,6%, en Alemania se mantiene en mínimos históricos.

Las perspectivas para los próximos trimestres son más favorables, ya que los indicadores adelantados sugieren que el ritmo de deterioro del mercado laboral podría haber tocado fondo en el cuarto trimestre. En efecto, el índice promedio de enero y febrero de la encuesta de la Comisión Europea sobre la intención de contratar trabajadores en los próximos tres meses en el sector manufacturero muestra una contracción menos acusada que la acaecida durante el último trimestre de 2012. Así, esta variable mejoró 15 décimas en el promedio de estos dos meses, hasta un valor negativo de

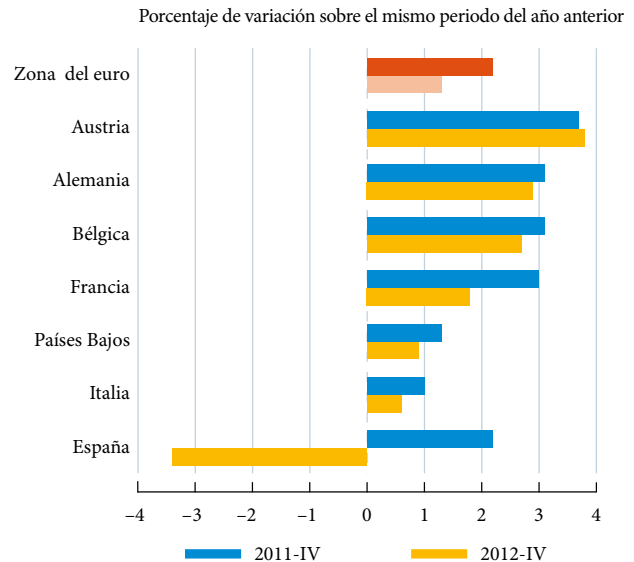
**La tasa de paro aumenta una décima en enero, hasta el 11,9%.**

## AUMENTA LA CONTENCIÓN DE LOS COSTES LABORALES

### Empleo



### Coste laboral por hora



FUENTES: Eurostat, Banco Central Europeo y elaboración propia.

### Mejoran las expectativas de creación de empleo, aunque se mantienen en cotas bajas.

11,3 puntos. También se observa una mejora, si bien de menor magnitud, en las expectativas de contratación en el sector de servicios y del comercio al por menor. El hecho de que los indicadores de actividad como, por ejemplo, el índice PMI de manufacturas, se hayan mantenido estables durante los primeros meses del año apoya la idea de que el ritmo de deterioro del mercado de trabajo irá menguando.

La fragilidad del mercado de trabajo a lo largo de 2012 ha contribuido a que las presiones salariales en la zona del euro hayan sido más moderadas que en 2011, una etapa en la que la situación laboral fue ligeramente más propicia gracias al repunte de la economía. Así pues, los datos muestran que el coste laboral por hora de la zona del euro se incrementó un 1,3% interanual en el cuarto trimestre de 2012, medio punto porcentual por debajo de la tasa registrada en el periodo anterior, y casi un punto inferior a la del último trimestre de 2011. No obstante, la evolución de los costes laborales a nivel europeo enmascara diferencias muy im-

portantes entre los distintos países (véase gráfico anterior). Por ejemplo, España tuvo el mayor ajuste de los costes laborales por hora de la zona del euro, con un retroceso del 3,4% interanual en el cuarto trimestre de 2012. Este dato contrasta con el registrado en el resto de países grandes, Alemania, Francia e Italia, que experimentaron un incremento de los costes laborales en el cuarto trimestre del 2,9%, 1,8% y 0,6% interanual, respectivamente.

El análisis sobre la trayectoria de la competitividad entre zonas geográficas requiere tener en cuenta, además de los datos de los costes salariales, la evolución de la productividad por trabajador, que conjuntamente construyen los costes laborales por unidad producida (CLU). Según datos de la OCDE, la variación interanual de los CLU disminuyó tres décimas en la zona del euro, hasta el 1,4%. De nuevo, las diferencias entre países son sustanciales. Mientras en Alemania estos aumentaron significativamente durante el último trimestre del 2012, concretamente 4 déci-

### El crecimiento de los costes laborales por hora se desacelera en el cuarto trimestre de 2012.

## 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

	2011	2012	2012				2013	
			I	II	III	IV	Enero	Febrero
<b>Empleo</b>								
Personas	0,3	-0,7	-0,5	-0,8	-0,6	-0,7	...	...
Horas	0,2	...	-1,2	-1,5	-1,6	...	...	...
<b>Expectativas de creación de empleo (*)</b>								
Manufacturas	2,8	-8,8	-3,4	-6,9	-12,2	-12,8	-11,6	-10,9
Servicios	7,0	-0,6	5,3	-0,5	-2,7	-4,7	-3,6	-4,2
<b>Costes laborales unitarios por países</b>								
Zona del euro	0,9	1,5	1,5	1,4	1,7	1,4	...	...
Alemania	1,3	2,7	2,5	2,6	2,7	3,1	...	...
Francia	1,6	2,0	2,2	1,8	1,9	1,9	...	...
Italia	1,0	2,2	1,2	1,5	3,2	2,8	...	...
España	-1,5	-3,4	-1,7	-3,1	-2,9	-5,9	...	...
<b>Tasa de paro por países (**)</b>								
Zona del euro	10,2	11,4	10,9	11,3	11,5	11,8	11,9	...
Alemania	5,9	5,5	5,6	5,5	5,4	5,4	5,3	...
Francia	9,6	10,2	10,0	10,2	10,3	10,4	10,6	...
Italia	8,4	10,6	10,0	10,6	10,7	11,2	11,7	...
España	21,7	25,0	23,9	24,7	25,5	26,1	26,2	...

NOTAS: (\*) Saldos netos (diferencia entre respuestas positivas y negativas, en porcentajes).

Encuestas de la Comisión Europea sobre las expectativas de creación de empleo durante los próximos tres meses.

Los valores oscilan entre -100 (todos los entrevistados eligen la opción negativa) y +100 (todos eligen la positiva).

(\*\*) Porcentaje sobre población activa.

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

mas, hasta el 3,1% interanual, esta variable registró una fuerte caída, del 5,9%, en España. Ello está permitiendo que los desequilibrios entre países de la zona del euro sigan reduciéndose, haciéndolos cada vez más comparables también en términos de competitividad vía costes.

### Tendencia bajista de la inflación

La tasa de inflación de la zona del euro descendió dos décimas en febrero hasta situarse en el 1,8%, casi un punto por debajo del registro del mismo mes del año anterior, del 2,7%. De esta forma, la inflación siguió su trayectoria decreciente, ini-

ciada en septiembre de 2012, como resultado de la debilidad de la demanda interna y del descenso de los precios de los productos energéticos.

En efecto, la escasa utilización de los recursos productivos en la zona del euro hace que la presión sobre los precios sea contenida. Ello se refleja en la evolución de la tasa de inflación subyacente, que excluye los alimentos no elaborados y los productos energéticos. Esta retrocedió una décima este mes hasta el 1,4%, colocándose medio punto por debajo de la cifra anotada hace un año. El componente energético también contribuyó de forma significativa a la caída de la inflación general

**La tasa de inflación cae dos décimas en febrero hasta el 1,8%.**

## LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN SE MANTIENEN BAJAS

Inflación esperada en promedio en los próximos cinco años en Alemania (\*)



NOTA: (\*) *Breakeven inflation rate* (BEIR) o inflación descontada en el mercado de bonos.

FUENTES: Thomson Reuters Datastream y elaboración propia.

**El BCE espera que la inflación se mantenga por debajo del 2% en 2013.**

durante el último año. Concretamente, en febrero, el crecimiento interanual del precio de los productos energéticos se redujo hasta el 3,9%, 5,6 puntos porcentuales menos que en el mismo mes de 2012.

Esta tendencia bajista de la inflación está siendo bastante generalizada entre los países de la zona del euro. Sin embargo, existen diferencias importantes por lo que respecta al nivel de variación de sus precios. Ello se debe, en gran parte, a la introducción de nuevas medidas impositivas a lo largo del último año. En concreto, destaca la tasa de inflación en España, del 2,9% en febrero, más de un punto por encima del promedio de la zona del euro, que arrastra el efecto de la subida del impuesto del valor añadido llevado a cabo el pasado mes de septiembre.

De cara a 2013, las presiones inflacionistas se mantienen bajas, ya que no se esperan cambios impositivos ni subidas continuadas del precio de los productos energéticos. Asimismo, la recuperación gradual de la economía a partir de la segunda mitad

del año tampoco generará una presión adicional de los precios al alza. En este sentido, el presidente del BCE, Mario Draghi, mencionó tras la reunión del Comité de Política Monetaria del mes de marzo que la tasa de inflación mantendrá la trayectoria decreciente en los próximos meses, situándose por debajo del 2%, el nivel que el banco emisor tiene fijado como objetivo. En particular, el BCE estima que el rango para la inflación se situará entre 1,2% y 2,0% en 2013 y entre 0,6% y 2,0% en 2014, unos niveles que siguen permitiendo, en principio, el uso de políticas monetarias expansivas.

Sin embargo, cabe señalar que en el manejo de la política monetaria no solo se tiene en cuenta el nivel de la inflación actual, sino también es importante valorar las perspectivas de inflación que los individuos tienen. En este sentido, las expectativas de inflación ayudan a calibrar el riesgo de que los precios de la economía puedan registrar una senda creciente como respuesta a las actuaciones en materia de po-

## ZONA DEL EURO: ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO (IAPC)

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2011	2012	2012				2013	
			I	II	III	IV	Enero	Febrero
<b>Zona del euro</b>								
IPCA	2,7	2,5	2,7	2,5	2,5	2,3	2,0	1,8
IPCA subyacente	1,7	1,8	1,9	1,8	1,7	1,6	1,5	1,4
<b>Índices de precios de consumo armonizado de los principales países</b>								
Alemania	2,5	2,2	2,4	2,1	2,1	2,0	1,9	1,8
Francia	2,3	2,2	2,6	2,3	2,3	1,7	1,4	1,2
Italia	2,9	3,3	3,6	3,6	3,4	2,6	2,4	2,0
España	3,1	2,4	1,9	1,9	2,8	3,2	2,8	2,9

FUENTE: Thomson Reuters Datastream.

lítica monetaria. Una aproximación a la inflación esperada se obtiene a partir de la diferencia entre la rentabilidad nominal de un bono soberano y la de un bono indexado a la inflación. El gráfico anterior muestra que la inflación esperada para los siguientes 5 años en Alemania se ha mantenido estable, claramente por debajo del 1,5%. Ello apunta a que los inversores esperan que en promedio la tasa de inflación

continuará en niveles bajos durante el corto o medio plazo.

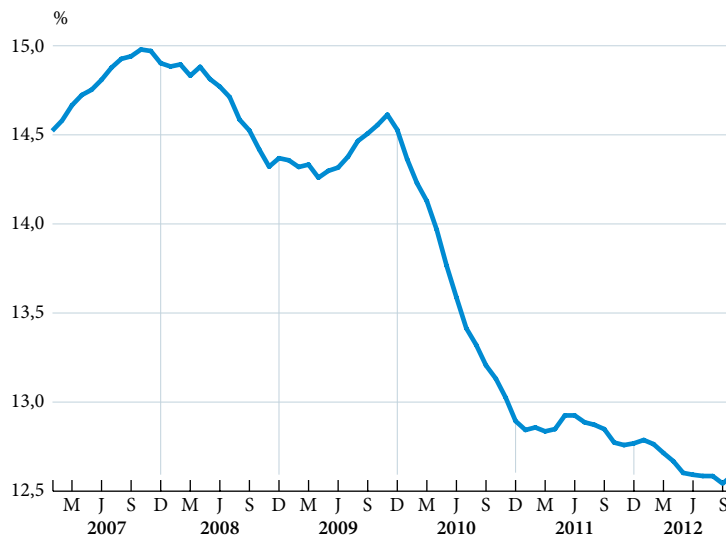
### El superávit corriente encuentra un techo

El sector exterior de la zona del euro inició el año 2013 con renovado vigor. Así, la nueva mejora del saldo corriente en enero

**El superávit corriente acumulado de doce meses aumenta hasta los 127.100 millones de euros en enero.**

## LA CUOTA EXPORTADORA DE LA ZONA DEL EURO SE ESTABILIZA

Peso de las exportaciones de la eurozona respecto al total de exportaciones mundiales



FUENTES: FMI y elaboración propia.

## SECTOR EXTERIOR

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

	2011	2012	2012				2013	
			I	II	III	IV	Enero	Febrero
<b>Zona del euro</b>								
Importaciones	14,5	1,8	4,1	1,5	0,7	0,8	1,4	...
Exportaciones	13,4	7,4	8,6	8,1	7,4	5,5	5,3	...
Balanza comercial (1)	-15,7	81,8	2,3	31,2	60,7	81,1	86,3	...
<b>Saldos corrientes (2)</b>								
Zona del euro	0,1	1,3	0,3	0,6	1,0	1,3	1,4	...
<i>Alemania</i>	5,7	6,3	5,7	6,1	6,3	6,3	7,0	...
<i>Francia</i>	-2,0	-2,4	-2,0	-2,1	-2,2	-2,4	-2,3	...
<i>Italia</i>	-3,1	-0,6	-2,5	-1,8	-1,2	-0,6	-0,4	...
<i>España</i>	-3,5	-0,8	-3,4	-2,9	-2,2	-0,8		
Tipo de cambio euro/dólar (3)	1,40	1,29	1,32	1,30	1,25	1,29	1,32	1,37
Tipo de cambio efectivo nominal del euro (4)	103,4	97,9	99,4	98,2	95,9	97,9	100,4	101,6

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.

### España, Portugal y Grecia son los países que contribuyen más al aumento de las exportaciones de bienes fuera de la zona del euro.

de este año elevó el superávit corriente, en términos acumulados de doce meses, hasta los 127.100 millones de euros, lo que equivale al 1,4% de su producto interior bruto (PIB). Esta cifra representa el mayor saldo positivo desde la creación de la Unión Monetaria y se aleja del déficit corriente registrado en 2008, que fue de 145.600 millones de euros.

Una vez más, esta mejora se debió, principalmente, al buen comportamiento del saldo comercial, y en particular de la balanza de bienes. Concretamente, el superávit de bienes aumentó en 102.900 millones de euros en el último año. El superávit de servicios, por su parte, lo hizo en 25.100 millones de euros durante el mismo periodo. En ambos casos, el mayor ritmo de las exportaciones explica esta mejora del saldo. Esta tendencia contrasta con la reducción del superávit de la balanza de rentas, provocada por la caída de los ingresos de la balanza en este mismo periodo.

El dinamismo de las exportaciones durante el último año responde, en gran parte, a la ganancia de competitividad de la economía de la zona del euro. En efecto, durante los tres primeros trimestres de 2012, el coste laboral unitario de la zona del euro se redujo en relación con el de sus principales países competidores. Como se observa en el gráfico anterior, esta mejora de la competitividad europea permitió frenar la caída del peso de las exportaciones de la zona del euro respecto al comercio global. Según las estadísticas del Fondo Monetario Internacional (FMI), la cuota exportadora de la zona del euro se redujo cerca de dos décimas durante los diez primeros meses de 2012, hasta representar el 12,5% del comercio mundial. Esta caída es mucho menor a la registrada en años anteriores. Un claro ejemplo fue el año 2010, cuando el peso de las exportaciones de la Unión Monetaria Europea (UME) hacia el resto del mundo se redujo en 1,8 puntos porcentuales.



Este comportamiento no fue homogéneo entre todos los países de la UME. Si tenemos en cuenta tan solo las exportaciones fuera de la zona del euro, observamos que estas presentaron un mayor dinamismo en países como España, Grecia y Portugal. Sin embargo, esta contribución fue neutralizada por la debilidad de las exportaciones fuera de la zona del euro en países como Francia, Alemania o Italia.

De cara a 2013, esperamos que el sector exterior siga manteniéndose como el principal motor de la economía. Sin embargo, existen algunos factores que apuntan hacia una menor contribución al crecimiento en 2013. En primer lugar, el índice de competitividad de la zona del euro, medido a través del diferencial de la inflación con sus principales socios comerciales, moderó la tendencia de los últimos años, con un ligero crecimiento en 2012. Asimismo, la recuperación gradual de la demanda interna de la zona del euro a partir de la segunda mitad del año también supondrá un freno.

### **Chipre enciende las alarmas de la zona del euro**

El rescate a Chipre ha centrado la agenda institucional europea de la última semana. El 24 de marzo, el Eurogrupo y el Gobierno chipriota llegaron a un acuerdo para proporcionar asistencia financiera al sector público. El proceso no ha sido sencillo debido a las divergencias acerca del grado de participación de los depósitos bancarios y los tenedores de bonos en la recapitalización del sector bancario (el denominado *bail-in*).

Con el nuevo acuerdo, la Comisión Europea (CE) estaría dispuesta a desembolsar un máximo de 10.000 millones de euros, un 56% del PIB chipriota. Una cifra que podría verse incrementada por la aportación del FMI y a la que también se espera que Rusia

contribuya. A cambio, el Gobierno del país mediterráneo deberá implementar un Memorando de Entendimiento con condicionalidad tanto a nivel macroeconómico como sobre el sector bancario.

Aunque los detalles no se conocerán hasta mediados de abril, una de las principales tareas que se deberá llevar a cabo será el ajuste del sobredimensionado sector bancario hasta niveles similares a los del conjunto de la zona del euro. Una clara muestra del excesivo tamaño del sector es el valor de los activos bancarios a diciembre de 2012, que equivalía a 7,2 veces el PIB del país. Asimismo, la banca chipriota fue capaz de atraer un elevado volumen de depósitos de no residentes gracias a una regulación muy laxa contra el blanqueo de capitales.

Posiblemente por ello este rescate trate de penalizar este modelo bancario. En efecto, el acuerdo entre el Eurogrupo y el Gobierno deja claro que los 10.000 millones de euros proporcionados por los organismos internacionales no pueden ser utilizados para recapitalizar los bancos del país. La reestructuración del sector pasará por la implementación de pérdidas a los accionistas, a los depósitos no asegurados (superiores a 100.000 euros) y los bonistas de los dos grandes bancos, el Laiki y el Bank of Cyprus.

Al final, por lo tanto, los ahorros de los pequeños depositarios, aquellos con menos de 100.000 euros, no sufrirán pérdida alguna. Ello contrasta con la primera propuesta, presentada el 16 de marzo, que introducía un impuesto del 6,75% a los primeros 100.000 euros de todos los clientes bancarios, y del 9,9% a partir de esa cantidad. Una rectificación que, a todas luces, quiere respetar la garantía de los depósitos por debajo de los 100.000 euros en el conjunto de la zona del euro.

La excepcionalidad del caso chipriota, por las peculiaridades de su sector bancario y

**El sector exterior perderá fuerza en 2013.**

**El Gobierno chipriota y el Eurogrupo alcanzan un acuerdo para el rescate de Chipre.**

**El sector bancario chipriota llevará a cabo una profunda reestructuración.**

**Los depósitos bancarios por debajo de los 100.000 euros no sufrirán pérdidas.**

el reducido tamaño de su economía, ha limitado, hasta el momento, el contagio al resto de países periféricos. Ello se observa en la evolución de su prima de riesgo, medida como la diferencia de la rentabilidad de su bono a 10 años respecto al alemán. Incluso la prima de riesgo italiana se mantuvo estable a pesar de las dudas existentes sobre la fortaleza de un Gobierno resultante de las últimas elecciones.

### El sector bancario aguanta a pesar de la inestabilidad chipriota

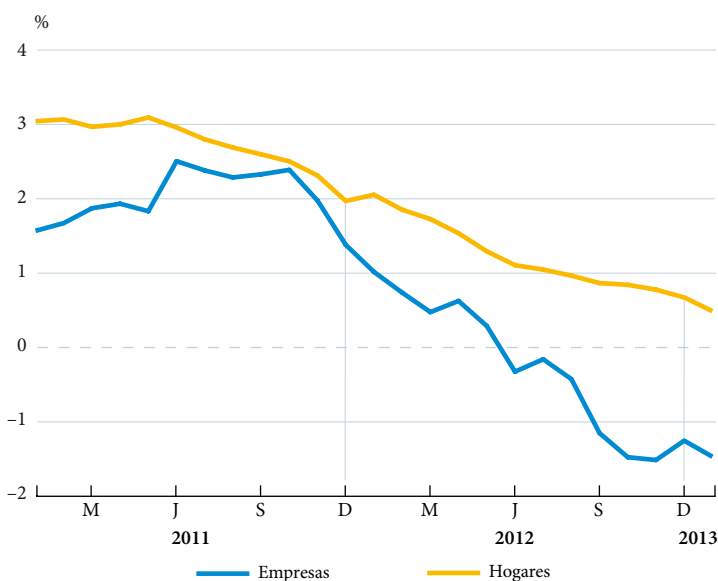
Después del importante progreso realizado desde junio de 2012 para restaurar la estabilidad financiera en la zona del euro, con un mayor compromiso para avanzar hacia la unión bancaria y con el indiscutible soporte del Banco Central Europeo garantizando la unidad del euro, el mes de marzo ha traído un nuevo foco de inestabilidad. Las negociaciones sobre el rescate financiero de Chipre generaron un gran revuelo sobre una cuestión fundamental como es la garantía de los depósitos hasta los 100.000 euros.

A pesar de los temores levantados por la crisis chipriota, el proceso de integración europea no se ha parado y, de hecho, se están produciendo importantes avances en el proceso de unión bancaria. En efecto, el parlamento europeo en el mes de marzo adoptó la legislación para la creación del supervisor único para toda la banca que garantizará la uniformidad de criterios en la aplicación de la normativa única, el denominado *single rule book*. Tal y como valora el Fondo Monetario Internacional (FMI) en su informe sobre la estabilidad financiera del sistema (*Financial System Stability Assessment for the European Union*) publicado el 15 de marzo, el progreso realizado hasta la fecha es considerable. Sin embargo, también es cierto que todavía quedan pendientes un conjunto de tareas nada desdeñables, entre las que destacan otorgar al supervisor único autoridad y recursos suficientes para desarrollar sus funciones, e implementar el mecanismo de resolución y las redes de seguridad de una forma coherente para que actúen de soporte creíble.

**Importantes avances en el proceso de unión bancaria, pero todavía queda mucho por hacer.**

### EL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO ACELERA SU RITMO DE CAÍDA

Variación interanual



FUENTE: Banco Central Europeo.

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

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

	2011	2012	2012				2013	
			I	II	III	IV	Enero	Febrero
<b>Financiación al sector privado (1)</b>								
Sociedades no financieras	2,0	-0,3	0,7	0,2	-0,6	-1,4	-1,5	...
Hogares (2)	2,7	1,2	1,9	1,3	0,9	0,7	0,5	...
<b>Depósitos (1)</b>								
Depósitos a la vista	1,4	4,2	1,9	2,5	4,9	7,3	7,8	...
Otros depósitos a corto plazo	2,6	2,0	2,7	2,4	1,1	1,8	1,6	...
Instrumentos negociables	-5,5	0,1	0,4	2,8	0,8	-3,9	-6,2	...
<b>Tipo de interés del mercado monetario (%)</b>								
Repo BCE	1,3	0,9	1,0	1,0	0,8	0,8	0,75	0,75
Euríbor a 3 meses	1,4	0,6	1,1	0,7	0,4	0,2	0,19	0,23
Euríbor a 12 meses	2,0	1,2	1,8	1,3	1,0	0,6	0,54	0,62
<b>Tipo de interés de préstamos y depósitos (%)</b>								
Crédito a las sociedades no financieras (3)	2,8	2,4	2,7	2,6	2,3	2,2	2,2	...
Préstamos a los hogares para adquisición de vivienda (4)	3,3	3,1	3,4	3,2	3,0	2,9	2,9	...
Depósitos hasta 1 año de los hogares	2,6	2,8	2,9	2,7	2,8	2,7	2,6	...

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

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

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

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

FUENTES: Banco Central Europeo y elaboración propia.

Mientras sigue la construcción de la nueva arquitectura que debe garantizar la estabilidad financiera, el BCE, por el momento, es el único mecanismo de contención creíble. Por ello, el presidente Mario Draghi aseguró, en la reunión de marzo del Consejo de Gobierno, que el BCE no retirará las medidas excepcionales de apoyo a la liquidez. Ello es de suma importancia para frenar la caída del crédito bancario al sector privado. En efecto, los últimos datos correspondientes al mes de enero muestran una continuada debilidad del crédito al sector privado y, en especial, a las empresas, con una caída del -1,5% interanual. También el crédito a los hogares muestra una peor evolución que en meses anteriores, pero aún registra tasas de variación ligeramente positivas, concretamente del 0,5% interanual.

Por su lado, los depósitos acentuaron la tendencia que se viene observando en los

últimos meses de una mayor demanda de instrumentos de ahorro muy líquidos en detrimento de los de más largo plazo. Concretamente, los depósitos a la vista experimentaron un crecimiento interanual del 7,8% en enero, frente al retroceso del 6,2% de los instrumentos de largo plazo. Esta tendencia posiblemente continuará mientras no se resuelvan las cuestiones más urgentes respecto al rescate de Chipre.

### Europa emergente: ¿hacia dónde van Polonia y Hungría?

En las últimas semanas, Polonia y Hungría han concentrado la atención. Aunque lo han hecho por motivos diferentes, lo cierto es que por su importancia regional se trata de desarrollos que justifican su seguimiento. El caso polaco se ha centrado en las dificultades para recuperar el

**El crédito al sector privado sigue debilitándose.**

## Preocupa la desaceleración económica de Polonia en el cuarto trimestre.

crecimiento económico, mientras que en Hungría han alarmado una batería de medidas de política económica poco convencionales.

El detonante de la preocupación sobre el tono económico de Polonia han sido unos datos del cuarto trimestre que confirman la pérdida de dinamismo. Se trata de una situación que comparten otras economías de Europa emergente y, por ello, el diagnóstico puede servir para entender la evolución económica de la zona. A pesar de que la senda de desaceleración económica se inició a finales de 2011, el año acaba con una ralentización preocupante, tanto por su ritmo (el crecimiento del 1,1% interanual es el menor desde el tercer trimestre de 2009) como por la composición del producto interior bruto (PIB). Así, y por primera vez desde 1996, cuando empezó a publicarse el detalle trimestral del PIB, el consumo privado retrocedió en términos interanuales. Dada la inercia que acostumbra a presentar dicho componente, las perspectivas inmediatas no pueden ser halagüeñas.

En esta tesitura, el primer trimestre de 2013 se puede considerar un momento decisivo.

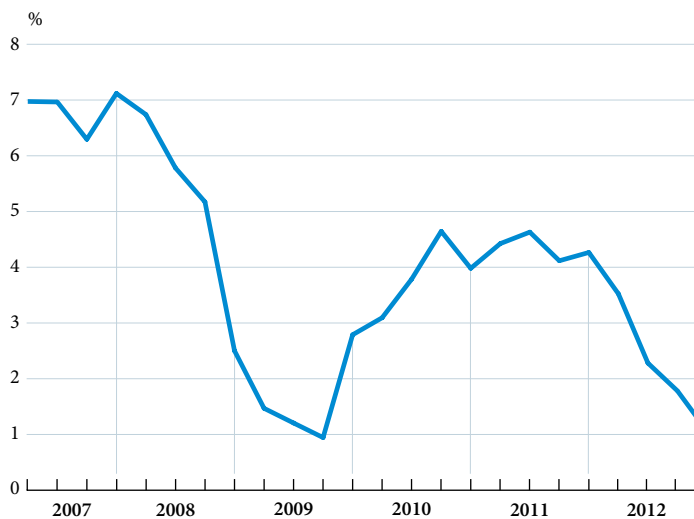
Si durante estos primeros meses la economía recupera parte de su tono, se confirmaría el escenario de previsiones mayoritario, que contempla que la economía polaca toca fondo en el cuarto trimestre, se estabiliza en los primeros meses del presente ejercicio y toma impulso en la segunda parte de 2013. En cambio, si la economía se encalla en el primer trimestre, se pondría en entredicho esta secuencia prevista. Por el momento, los indicadores de actividad no permiten un juicio claro. Por mencionar el más significativo, el sentimiento económico de Polonia cayó moderadamente en enero, para repuntar, también levemente, en febrero.

La preocupación por el crecimiento, y las escasas presiones inflacionistas, hacen comprensible el notable giro de la política monetaria. Cuando se esperaba una reducción de unos 25 puntos básicos del tipo de referencia en marzo, el banco central sorprendió con una rebaja que doblaba lo esperado, dejando el tipo oficial en el 3,25%. Cabe recordar que, en noviembre pasado, cuando se inició el movimiento de relajación monetaria, el tipo de referencia era del 4,75%. Además de la distancia recorrida

El inicio de 2013 no permite afirmar que la ralentización toca fondo.

### POLONIA SUFRE UNA BRUSCA DESACELERACIÓN ECONÓMICA EN EL TRAMO FINAL DE 2012

Producto interior bruto, variación interanual en porcentaje



FUENTE: Eurostat.

en materia de tipo de intervención, es significativo que dicho camino se haya realizado sin pausas, saldándose a rebaja por mes. La intensidad del movimiento ha creado dudas sobre su continuidad, aunque, en nuestra opinión, podría restar alguna rebaja adicional antes de completar el ciclo relajador.

Los tres elementos antes comentados —debilidad en el final de 2012, arranque incierto en 2013, relajación en la política monetaria mayor de lo esperado— son, con matices, compartidos en muchas economías de la región. Sin embargo, en el caso de Polonia, ha sorprendido que se haya recuperado un debate mucho tiempo abandonado, el de la pertinencia sobre la incorporación del país a la zona del euro. Más allá de las posibilidades reales de adhesión a la moneda única, razonablemente elevadas una vez la situación presupuestaria se sitúe definitivamente bajo control (en un horizonte de un par de años), lo significativo es que dicho debate se ha acostumbrado a esgrimir en momentos de duda sobre el modelo de crecimiento que Polonia debería seguir. En cambio, acostumbra a ser rápidamente olvidado cuando la economía se comporta bien, como en gran parte del periodo 2009-2011.

Mientras Polonia ejemplifica las dificultades del actual ciclo económico, el caso húngaro tiene ciertas especificidades que lo hace relevante. En las últimas semanas, una serie de decisiones y anuncios de política económica ha generado inquietud entre los inversores y las instituciones internacionales. Así, en un lapso de tiempo reducido, el gobernador del banco central ha sido sustituido por el hasta la fecha ministro de economía, se han lanzado planes de nacionalización bancaria y de modificación de las condiciones de los créditos en divisas, se ha adoptado regulación que afecta a la libre fijación de los precios energéticos y se ha modificado la Constitución en el sentido

de limitar la independencia judicial. Ello ha provocado, en los momentos más cercanos a las decisiones, incrementos de la prima de riesgo país y depreciación del florín. Asimismo, se han producido declaraciones de advertencia de la Comisión Europea al respecto de contravenir la normativa comunitaria y una rebaja de *rating* crediticio de cuatro grandes bancos húngaros por parte de la agencia Moody's.

Los dos aspectos más controvertidos, desde el punto de vista económico, son los relativos a los cambios en el banco central y a los planes para la banca. El gobierno del banco central húngaro ha sido objeto de preocupación desde que en 2011 trató de modificar su marco normativo en un sentido generalmente percibido como restrictivo de su independencia. Aunque finalmente la legislación no fue adoptada, el nombramiento de Gyorgy Matolcsy como nuevo gobernador (hasta la fecha ministro de economía y considerado muy próximo al primer ministro Viktor Orban), y el cese de dos consejeros de carácter más técnico, han reavivado los temores de un banco central demasiado acomodaticio.

Igualmente, tras la conversión forzada de los créditos hipotecarios en divisa extranjera a florines a tipos de no mercado (siendo las pérdidas de cambio asumidas obligatoriamente por los bancos) de 2011, las propuestas esbozadas por el Gobierno de realizar un cambio similar para los créditos de particulares y de pequeñas y medianas empresas han vuelto a preocupar. A ello se suma la mención, en un discurso del primer ministro, de que sería deseable que una parte mayoritaria del sistema bancario esté en manos de húngaros. Aunque ambos proyectos todavía no pasan de ser declaraciones políticas, de tomar forma, representarían un cambio notable en el panorama bancario.

**La política monetaria polaca se relaja notablemente.**

**Batería de medidas poco convencionales en Hungría...**

**...que pueden modificar notablemente el panorama bancario del país.**

# MERCADOS FINANCIEROS

## Mercados monetarios y de capital

### Contra el viento, pero con la ayuda de la marea

La evolución de los mercados financieros globales durante las últimas semanas ha sido un buen exponente de las dinámicas vigentes durante los últimos tres años: por un lado, la influencia negativa de los vientos de cara procedentes de las instancias políticas; por otro, el efecto balsámico de la marea de liquidez proporcionada por los bancos centrales; como trasfondo, un pulso económico débil e irregular, que ni entusiasma ni deprime.

Una vez más, la principal fuente de ruido político ha vuelto a ser la eurozona. Cuando todos los ojos estaban puestos en las tribulaciones para la formación de Gobierno en Italia, la sorpresa ha saltado en Chipre. Las graves dificultades del sistema bancario del país ya eran conocidas, e incluso que la vía de salida más probable incorporaría sacrificios (quitas) a los bonos y los depósitos. Lo que no se esperaba es que el Eurogrupo propondría (aunque luego se descartaría) incluir a los pequeños depositantes, esto es, aquellos con importe inferior a los 100.000 euros cubiertos por el seguro de depósitos. La mera consideración de esta posibilidad, hasta ahora tabú, creó una notable confusión. Además, la descoordinación entre los múltiples agentes implicados en la negociación volvió a ser decepcionante. Más allá de los errores en las formas, lo verdaderamente importante es si el caso chipriota resucitará el fantasma de la ruptura del euro o, por el contrario, servirá para impulsar el proyecto de unión monetaria. Claramente, las condiciones están dispuestas para lo segundo, y solo accidentes

políticos de muy baja probabilidad podrían conducirnos al desastre (el denominado riesgo de cola). En el frente italiano, los mercados están pendientes de comprobar que las fuerzas parlamentarias son capaces de formar Gobierno, y consensuar reformas razonables de los sistemas político y económico. Algo similar ocurre con Francia, cuyo Gobierno se está mostrando dubitativo respecto a las reformas estructurales necesarias para sacar al país de su atonía. Por último, de España se espera que persevere en las sendas de ajuste fiscal y reforma económica, completando el programa de medidas ya perfilado. Por si esta lista fuera corta, al otro lado del Atlántico todavía no se aprecia un acercamiento serio de posiciones entre demócratas y republicanos en materia de política presupuestaria. Asoma ya cercana la amenaza del techo de endeudamiento y, más lejana pero más relevante, la losa demográfica sobre el déficit, que aconseja no demorar la adopción de medidas correctoras.

Los inversores han encajado todos estos elementos con relativa calma. En algún momento y algunos mercados ha habido nerviosismo, pero no se ha observado un aumento fuerte y generalizado de la aversión al riesgo como sucedió repetidas veces durante 2010-2012. Dos factores ayudan a explicarlo.

En primer lugar, la percepción dominante entre los inversores es que los obstáculos políticos se acabarán superando. En particular, que el proyecto de unión monetaria europea se afianzará y reforzará institucionalmente (puesto que hay voluntad política para ello), los problemas de los

**Resurge la incertidumbre política...**

**...de la mano de Italia y Chipre como principales focos de riesgo...**

**...aunque los inversores confían en una solución satisfactoria.**

países periféricos seguirán corrigiéndose (por su propio esfuerzo y con la ayuda de la red de seguridad constituida por el MEDE y el programa OMT del Banco Central Europeo (BCE)), y el conjunto de países realizarán las reformas suficientes para mejorar el crecimiento económico (en especial, Francia e Italia). Con todas las cautelas que la situación merece, cabe aceptar que estas percepciones de los inversores son razonables.

En segundo lugar, la ayuda proporcionada por los bancos centrales es inestimable. En conjunto, las autoridades monetarias siguen mostrándose comprometidas con los objetivos de reducir los riesgos financieros, generar un entorno de condiciones monetario-financieras laxas y contribuir, a fin de cuentas, a la recuperación económica. La política monetaria expansiva, materializada a través de tipos oficiales muy bajos y una fuerte expansión de los balances de los propios bancos centrales, está provocando una reducción de las rentabilidades de muchos activos financieros

hasta mínimos históricos, a la vez que una caída pronunciada de la volatilidad de los mismos. La actuación directa de los bancos centrales se centra en activos financieros de elevada calidad, pero la menor rentabilidad de estos activos provoca un desplazamiento de los inversores hacia otros de mayor riesgo, apuntalando sus cotizaciones.

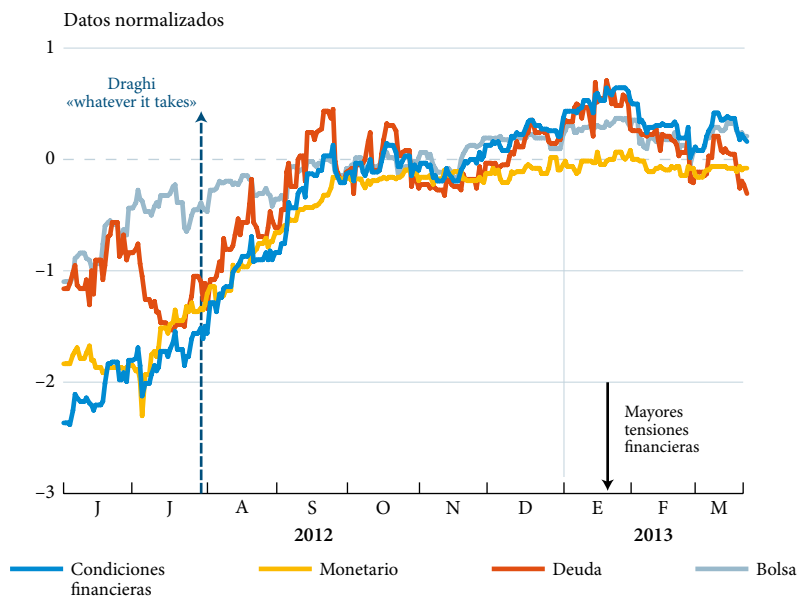
Bajo la influencia de estas y otras fuerzas, la propia evolución del entorno macroeconómico también está dejando su impronta en los mercados. Una de las muestras más destacadas es la dispar evolución de las bolsas de Estados Unidos y la eurozona. Mientras el Dow Jones ha alcanzado nuevos máximos históricos superando las cotas previas al inicio de la crisis en 2007, los parqués de la eurozona han discurrido lánguidamente, todavía muy lejos de aquellos máximos. Aparte del caso Chipre y otros episodios de *burden-sharing* en el rescate de entidades bancarias (con el consiguiente impacto sobre la cotización de sus bonos y acciones), no hay duda de que

**El respaldo de los bancos centrales está siendo crucial.**

**La diferente evolución macroeconómica se refleja en el precio de los activos.**

## LAS CONDICIONES FINANCIERAS EN LA EUROZONA SE MANTIENEN ESTABLES

Índice de condiciones financieras por componentes



FUENTE: Bloomberg.

## Los principales bancos centrales mantienen intacto el rumbo de su política monetaria.

el débil pulso de la economía europea es un lastre para la renta variable, a diferencia de lo que ocurre en Estados Unidos. La pérdida de valor del euro con respecto al dólar es otra manifestación. El panorama mixto de las economías emergentes se traduce en dudas bursátiles, pero fortaleza en los mercados de bonos (tanto soberanos como corporativos).

### Los bancos centrales insisten en la laxitud

No ha habido cambios significativos tras las últimas reuniones de los bancos centrales de los principales países desarrollados.

La Reserva Federal se perfila, una vez más, como el banco central más transparente y comprometido con las estrategias de estímulo. El último comité de política monetaria mantuvo las líneas maestras de su actuación y, si cabe, dio un paso más allá al anticipar que, una vez concluya el programa de compras de activos, los tipos de interés oficiales se mantendrán estables durante un largo periodo de tiempo, con el propósito de anclar la curva de tipos de interés a largo plazo, y contribuir con ello a las metas finales de creación de empleo.

La reunión de marzo del Banco de Japón mantuvo sin cambios los términos de la política monetaria, tal como se esperaba. Por otra parte, se está produciendo el rele-

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

En porcentaje anual

	Zona del euro			Estados Unidos		Japón	Reino Unido		Suiza
	Subastas BCE (2)	Euríbor (5)		Nivel objetivo de Reserva Federal (3)	Tres meses (5)	Tres meses (5)	Tipo de intervención Banco de Inglaterra (4)	Tres meses (5)	Tres meses (5)
		Tres meses	Un año						
<b>2012</b>									
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
<b>2013</b>									
Enero	0,75	0,23	0,62	0,25	0,30	0,17	0,50	0,51	-0,03
Febrero	0,75	0,21	0,56	0,25	0,29	0,16	0,50	0,51	0,05
Marzo (1)	0,75	0,22	0,55	0,25	0,28	0,16	0,50	0,51	0,00

NOTAS: (1) Día 25.

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



vo en la cúpula de la dirección de la entidad, para dar entrada a un nuevo gobernador, totalmente comprometido con las políticas de estímulo monetario que se están impulsando desde el Gobierno.

En el Banco de Inglaterra tampoco hubo cambios en los objetivos y herramientas de política monetaria, aunque se mantienen las discrepancias internas. Por segunda vez consecutiva, el comité rechazó la propuesta del propio gobernador y otros dos consejeros de incrementar los estímulos. Las discrepancias se centran en la evolución esperada de los precios y en la preocupación por la estabilidad de la libra esterlina.

El Banco Central Europeo se sigue caracterizando por una mayor prudencia. En esta línea, mantuvo sin cambios los parámetros de política monetaria, aunque expresó abiertamente su preocupación por los riesgos a la baja en las expectativas de crecimiento económico. Esto ofreció argumentos a quienes apuestan por una bajada del tipo de interés rector. No obstante, el propio presidente del BCE, Mario Draghi, ha argumentando que la principal palanca para mejorar las perspectivas económicas del área no se encuentra en el tipo de interés oficial, sino en reforzar la confianza en el proyecto de unión monetaria, y concretamente en desbloquear la transmisión de los estímulos ya introducidos. En este sentido, a pesar de la mejora sustancial en la evolución de las primas de riesgo soberano en los países de la periferia, todavía se aprecia que el coste de financiación del sector privado en los países *core* sigue siendo sustancialmente menor que en los países de la periferia. Draghi expresó su preocupación por este asunto, que distorsiona la competitividad entre las empresas en el ámbito de la eurozona.

En este contexto, no ha habido movimientos destacados en el mercado interbancario. Concretamente, los tipos euríbor se han mantenido estables, en un clima de

volatilidad baja. Esto significa que la crisis chipriota no ha afectado ni a las expectativas de tipos oficiales ni a las primas de riesgo de las operaciones interbancarias, a diferencia de lo que ocurrió con las turbulencias de los años 2010-12.

### **La crisis de Chipre no se contagia a otros países periféricos**

Los mercados de deuda soberana de la eurozona han mantenido una encomiable calma durante las últimas semanas, aun a pesar de los desafíos que entrañan las situaciones de Chipre e Italia.

La gestión del caso de Chipre tiene implicaciones importantes para los inversores. El mensaje que se ha enviado al mercado es que, en adelante, el coste de las crisis bancarias recaerá en mayor medida sobre los propios bancos (afectando a sus accionistas, bonistas, e incluso depositantes), y en menor medida sobre los contribuyentes. En principio, esto son buenas noticias para los inversores en bonos soberanos, dado que interrumpe el peligroso círculo de retroalimentación entre crisis bancaria y crisis soberana. Bajo este planteamiento, lo que en un principio conmocionó al mercado fue que no se excluyera del sacrificio a los inversores con depósitos inferiores a 100.000 euros, soslayando con la figura de un impuesto la garantía pública establecida sobre los depósitos bancarios en el conjunto de la eurozona. De hecho, la unificación de la cifra cubierta por el seguro de depósitos fue en su momento un elemento de cohesión, que ayudó a calmar la crisis del euro y perfilar el camino hacia la unión bancaria. Por ello, la primera propuesta de rescate para Chipre, que incluía quitas cercanas al 7% a los pequeños depositantes, creó una notable confusión entre los inversores, temerosos de que el descuento social resucitara el fantasma de la ruptura del euro. Afortunadamente, el curso de los acontecimientos se ha recon-

**El BCE reconoce riesgos sobre el crecimiento y emplaza a las autoridades políticas.**

**La fórmula del rescate de Chipre atenúa el círculo vicioso entre crisis bancaria y soberana.**

**Los inversores dan un voto de confianza a los políticos italianos.**

**La reducción de la prima de riesgo española se va consolidando.**

ducido, y todo indica que la fórmula del rescate chipriota no cruzará una línea roja tan significativa.

El *impasse* político en Italia tiene también gran trascendencia, pues amenaza con demorar las reformas estructurales que reclaman la Unión Europea y el BCE para un país de un calibre muy superior a Chipre, y por lo tanto con evidente carácter sistémico. Las negociaciones entre las fuerzas con representación parlamentaria avanzan muy lentamente, pero también es verdad que lo hacen bajo un clima sosegado y con declaraciones de tono constructivo. Tal vez por ello la reacción de los mercados es de tranquilidad, confiados en que la sensatez se imponga y las reformas políticas y económicas encuentren vías de implementación.

En este contexto, la prima de riesgo española mantiene su tendencia favorable y sigue cayendo, aunque lo haya hecho mo-

deradamente durante el mes de marzo. El elemento más destacable es que se han superado con notable facilidad los episodios de crisis política, institucional o financiera, tanto de dentro como de fuera del país. De hecho, la consolidación en la mejoría de la prima de riesgo en España es superior a lo que puede deducirse de la lectura del dato referido al diferencial con Alemania, dado que el Tesoro ha asumido la deuda de otros organismos e instituciones públicas, a la vez que se han reducido los diferenciales entre la deuda de estas instituciones y la del Tesoro. Es decir, se está produciendo una reducción efectiva muy pronunciada del coste de financiación del conjunto de las administraciones públicas. Otros aspectos de la mejora observada, y que corroboran la tendencia en la reducción en la prima de riesgo, son la elevada participación de los inversores extranjeros (en torno al 80%) en las subastas del Tesoro, así como la sustancial reducción de los diferenciales después de cada

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

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

	Alemania	Francia	España	Italia	Estados Unidos	Japón	Reino Unido	Suiza
<b>2012</b>								
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
<b>2013</b>								
Enero	1,68	2,26	5,18	4,31	1,98	0,75	2,10	0,79
Febrero	1,45	2,17	5,10	4,73	1,88	0,66	1,97	0,70
Marzo (*)	1,40	2,03	4,81	4,44	1,95	0,56	1,88	0,74

NOTA: (\*) Día 25.

FUENTE: Bloomberg.

emisión, lo cual prueba la consistencia de la demanda.

Durante las turbulencias chipriotas, el papel de activo refugio de la deuda alemana ha sido menos relevante que en otras ocasiones, de modo que su cotización no ha experimentado grandes variaciones. La estabilidad de fondo de la deuda alemana permanece inalterable. Por un lado, la moderación en el volumen de emisiones contiene la oferta; por otro, la demanda sigue firme ante el elevado número de inversores que todavía buscan preferentemente activos de máximo *rating*, y los bancos centrales despliegan sus programas de compras de tal tipo de bonos.

Por su parte, la deuda de Estados Unidos mantiene su atractivo. La política decididamente comprometida y transparente de la Reserva Federal genera una gran estabilidad en los mercados financieros del país. En la medida en que la Reserva Federal actúa y mantiene su programa de compras de activos financieros, las tasas de rentabilidad en los mercados de deuda se han estabilizado en niveles muy bajos, objetivo explícito de la Reserva Federal. Por otra parte, la percepción de estabilidad político-institucional en Estados Unidos es otro factor favorable, más allá de la falta de acuerdo sobre el ajuste fiscal entre los dos grandes partidos, y esto beneficia la demanda de activos americanos como activo seguro.

### **El capital fluye hacia los mercados emergentes**

La búsqueda de rentabilidad se ha convertido en la consigna de buena parte de los inversores internacionales, y los países emergentes, en los grandes beneficiarios. La baja rentabilidad de los activos de elevada calidad en los países desarrollados obliga a muchos inversores a ampliar su «universo de inversión», lo que les lleva a

decantarse por activos menos conocidos, incluso fuera de sus fronteras. Este fenómeno empuja los flujos de capital hacia los países emergentes. Además, la cada vez mayor solidez de los fundamentos económicos de estos países actúa como factor de atracción. Asia, con China a la cabeza, lidera este proceso; a ello contribuye la pretensión del Gobierno chino de desarrollar un mercado regional de capitales.

La renta fija pública y privada de los países emergentes ha sido y es el activo de preferencia para los inversores internacionales, debido a sus atractivos rendimientos. Recientemente, este atractivo (que debe reconocerse ha ido menguando por la notable caída de los tipos de interés) se complementa con el apetito de los inversores internacionales hacia las divisas emergentes, que muestran en su mayoría presiones alcistas. Es decir, los bonos de países emergentes denominados en divisa local se han convertido en el activo de moda.

Por su parte, la renta variable en los países emergentes ofrece un perfil muy desigual, dependiendo de otros parámetros más específicos. El principal es la evolución de los beneficios empresariales, que a su vez dependen del momento de cada país en el ciclo económico, así como de fuerzas estructurales propias. Dos ejemplos de contraste los ofrecen la bolsa de México (en máximos) y la de Brasil (sumida en la atonía).

### **Amaina el miedo a la guerra de divisas y el dólar se recupera**

El clima general en los mercados de divisas ha ido recobrando la calma. Las alertas de meses previos sobre el riesgo de una guerra de divisas a gran escala han ido apagándose. El gran protagonista del sobresalto, el yen japonés, ha frenado su depreciación. Dos factores hacen pensar que su evolución será más plácida en los próximos meses. Por un lado, las medidas ex-

**A pesar de la falta de acuerdo por el techo de endeudamiento en Estados Unidos, el entorno se percibe estable.**

**La búsqueda de rentabilidades favorece el flujo de capitales hacia los emergentes.**

**Los bonos emergentes denominados en divisa local son el activo de moda.**

## TIPOS DE CAMBIO DE LAS PRINCIPALES MONEDAS

25-3-13

	Tipo de cambio	% variación (*)		
		Mensual	Acumulada 2013	Anual
<b>Frente al dólar de EE. UU.</b>				
Yen japonés	94,0	3,3	7,7	14,3
Libra esterlina	0,657	0,4	-6,7	-4,9
Franco suizo	0,940	0,8	2,6	3,9
Dólar canadiense	1,021	-0,5	2,8	3,0
Peso mexicano	12,329	-3,8	-4,3	-2,7
<b>Frente al euro</b>				
Dólar de EE. UU.	1,301	0,4	1,4	2,6
Yen japonés	123,3	2,7	7,1	10,2
Franco suizo	1,222	0,4	1,2	1,3
Libra esterlina	0,854	-0,9	4,9	2,1
Corona sueca	8,441	-0,3	-1,7	-5,5
Corona danesa	7,454	-0,1	-0,1	0,2
Zloty polaco	4,165	0,1	2,1	0,8
Corona checa	25,77	1,1	2,6	4,5
Forint húngaro	305,3	3,6	4,6	4,5

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

### Coyuntura económica y vicisitudes políticas ayudan al dólar.

pansivas que planea el Banco de Japón han sido anunciadas con claridad y rotundidad, de manera que ya deberían estar descontadas. Por otro, la acusada sobrevaloración de la divisa nipona existente hace unos meses ya se ha corregido, lo que debería frenar los ánimos de quienes han apostado por su caída. Esto debería contribuir a un periodo de consolidación. También ayudará la progresiva apreciación que cabe esperar del yuan chino, conforme las autoridades del país vayan constatando que el crecimiento basado en la demanda interna se afianza.

Bajo este panorama más ordenado, el movimiento más destacado entre las divisas ha sido la recuperación del dólar. En su cruce contra el euro, el billete verde ha alcanzado la cota de 1,29 dólares por euro. En las últimas semanas el binomio de crecimiento y riesgo entre Estados Unidos y la eurozona se está inclinado por el primer

contendiente. Además, el *impasse* político en Italia y el *affaire* de Chipre han penalizado al euro. No obstante, estas fuerzas no parecen capaces de alejar la cotización del dólar de su rango de los últimos meses, de modo que lo más probable es que permanezca en él.

### La deuda corporativa corrige con los bancos bajo presión

El mercado de bonos corporativos ha sido testigo de dos importantes hitos durante el mes de marzo, de signo contrapuesto.

Hasta mediados de mes, el clima del mercado fue claramente positivo, tanto en términos de los volúmenes de nuevas emisiones y de negociación como de las cotizaciones. Así, las primas de riesgo crediticio prolongaron su tendencia a la baja en la generalidad de países y segmentos.

### Las condiciones de fondo son buenas en el mercado de bonos corporativos...

Como hecho destacado, el índice de referencia del mercado de CDS para compañías con grado de inversión en Estados Unidos llegó a recuperar niveles que prácticamente no se veían desde 2007. Esta mejora cabe enmarcarla en el contexto de la perspectiva de recuperación económica global que se va imponiendo, de la buena salud de los balances de las grandes corporaciones internacionales, de la abundante liquidez a nivel global, así como de la búsqueda de activos con más rentabilidad que la deuda pública AAA por parte de los inversores, tal como hace meses viene produciéndose. Dada la relevancia y solidez de dichos factores, este buen comportamiento de los bonos corporativos parece razonable y cabe esperar que el mercado permanezca firme a medio plazo. No obstante, los niveles alcanzados por las primas de riesgo no ofrecen ya demasiado margen de estrechamiento adicional, y la rapidez de la mejora de los últimos meses hace posible una corrección en cualquier momento.

De hecho, esto último podría haber empezado a partir de mediados de marzo, al

hilo del rescate de Chipre. Como se ha indicado más arriba, la fórmula finalmente aplicada incorpora la aplicación de quitas a los bonos júnior y sénior de las entidades bancarias chipriotas de referencia. Aparte de la importancia en sí misma, esta noticia tuvo el factor añadido de venir rodeada de un grado de confusión muy elevado. Las dudas sobre si el caso chipriota es «único» o si constituye el «modelo» de futuros rescates bancarios se han despertado, y no será fácil resolverlas. El resultado inmediato fue un aumento de las primas de riesgo crediticio de la deuda de emisores financieros, que arrastró tras de sí al resto del sector corporativo.

### Suerte dispar en las bolsas

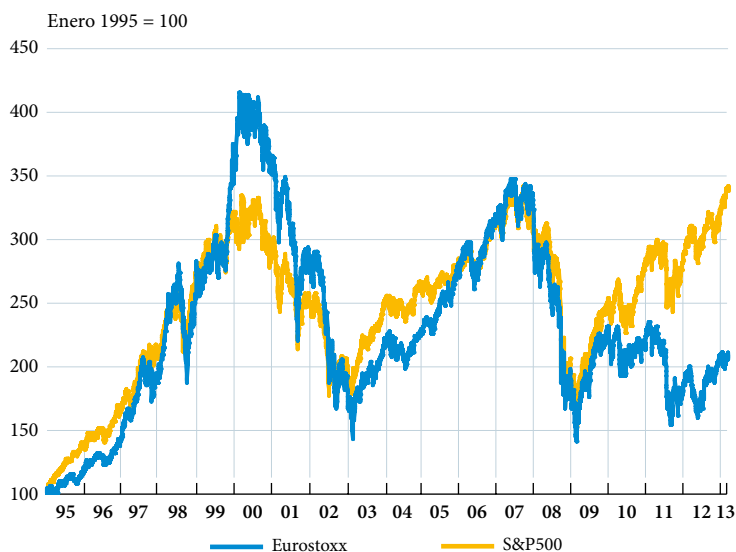
Los mercados de renta variable han evolucionado de forma dispar en marzo, por lo general bajo un tono irregular propio de una fase de corrección dentro de una tendencia alcista. Además del ciclo económico, también se ha notado la influencia de los riesgos institucionales y regulatorios.

...la renta fija corporativa requiere cierta prudencia...

...pero el bail-in en el caso de Chipre provoca una corrección.

## LAS BOLSAS REFLEJAN LA DIFERENTE POSICIÓN CÍCLICA Y LOS RIESGOS POLÍTICOS

Índices bursátiles del S&P500 y el Eurostoxx50



FUENTE: Bloomberg.

### La bolsa de Estados Unidos alcanza y supera sus máximos históricos.

Entre las principales plazas, sobresale el comportamiento de la bolsa de Estados Unidos, dado que sus índices más emblemáticos (Dow Jones o S&P500) han alcanzando o rozado nuevos máximos históricos, aunque están encontrando dificultades para superarlos. También es meritoria la evolución del FTSE-100 inglés, así como el DAX alemán, que caminan ya cerca de los máximos. Es importante mencionar que en estos mercados, los índices de empresas de pequeña capitalización sí están superando los máximos (algunos de manera amplia), prueba de la mejor marcha de sus economías, y en particular de la demanda interna.

### Los inversores atienden a las diferencias cíclicas dentro de Europa.

La bolsa de Japón ofrece la singularidad de haber subido más de un 20% desde el comienzo de año, descontando los efectos

favorables de la devaluación del yen y las medidas excepcionalmente expansivas anunciadas por el Banco de Japón.

La evolución ha sido más pobre y errática en las bolsas de la eurozona. La renta variable refleja las actuaciones positivas del BCE, pero en menor medida que la renta fija. Los índices bursátiles en Europa reflejan con más crudeza la evolución de los beneficios empresariales, y estos muestran un perfil muy diferente según países. Así, en los países *core* (como Alemania) donde los beneficios se acercan a máximos, los índices de renta variable también se mueven al alza. Mientras, en otros como en España, los beneficios empresariales están en la zona más baja del ciclo, y consecuentemente, la bolsa se muestra más dubitativa.

## El tipo de cambio como instrumento de política económica

En su afán por atajar la senda deflacionista y reencauzar el crecimiento, las autoridades económicas japonesas han dado un vuelco marcadamente expansivo a su política monetaria. Ello ha derivado en una sustancial depreciación del yen (un 20% respecto al dólar desde noviembre de 2012) que ha suscitado sonoras críticas, sobre todo entre sus vecinos asiáticos, quienes ven amenazada la competitividad de sus exportaciones. Sin embargo, también hay quien argumenta que no se puede equiparar la actual política monetaria expansiva de Japón u otras economías avanzadas con una devaluación competitiva. Al fin y al cabo, el objetivo primordial de dichas políticas es estimular la demanda interna.

Se trate o no de una depreciación intencionada, lo cierto es que ha reabierto el debate sobre el papel que desempeña o debe desempeñar el tipo de cambio como instrumento de política económica. Ese papel dependerá, en primera instancia y en gran medida, del régimen cambiario por el que se opte.

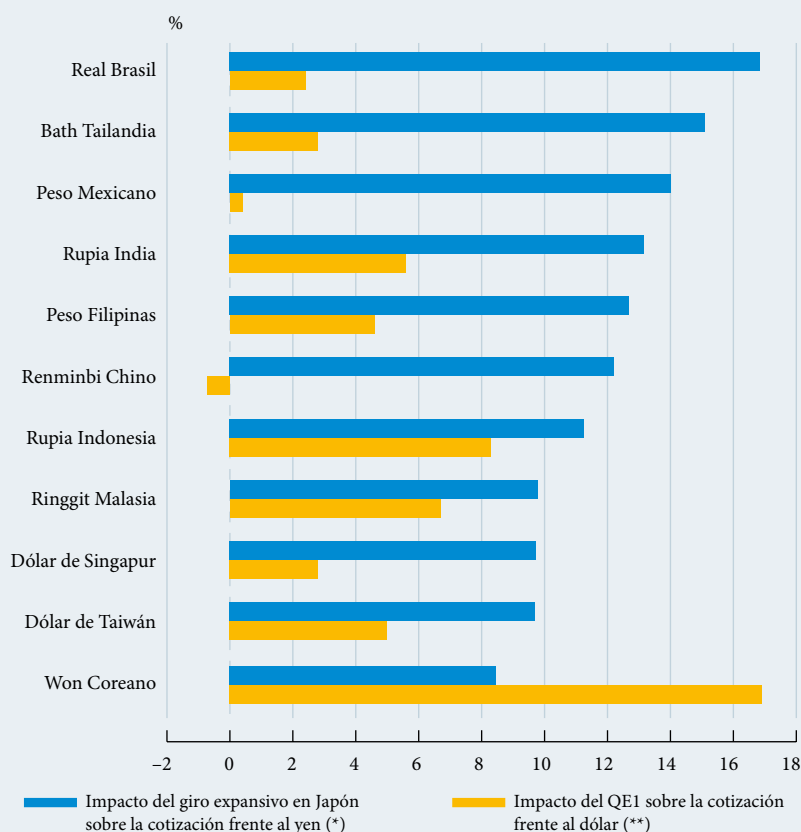
Un sistema de paridad fija estricta elimina el recurso al tipo de cambio como instrumento habitual de política económica —al fin y al cabo, fija su paridad—. Si, además, se permite la libre circulación de capitales, dicho régimen obliga a renunciar a la autonomía de la política monetaria para modular el ciclo económico. Un país con un tipo de cambio fijo que decidiera relajar la política monetaria (con relación al país de la moneda de referencia), provocaría una salida de capitales y, con ello, una presión depreciatoria sobre la divisa que el banco central no podría contrarrestar indefinidamente con la venta de reservas (ya que estas son limitadas). En el ámbito de la teoría económica, dicha incompatibilidad entre tipo de cambio fijo, libre circulación de capital y política monetaria autónoma se conoce como el trilema de la economía abierta. Ejemplos actuales podríamos hallarlos en el riyal

saudí, que fija su paridad frente al dólar, o en la lita lituana, que desde que participa en el Mecanismo de Tipo de Cambio II (MTC II o ERM II en inglés), mantiene de facto una paridad fija frente al euro<sup>(1)</sup>.

Con todo, hoy en día, un régimen de paridad estricta es la excepción más que la norma. La mayoría de sistemas de tipo de cambio fijo mantienen una paridad «blanda», es decir, una paridad respecto a la moneda de referencia que no es irrevocable (por ejemplo, el franco centroafricano, CAF) o que puede ajustarse gradual y periódicamente en respuesta a cambios en una serie de indicadores cuantitativos (es lo que se conoce, en inglés, como *crawling peg*, y sería el caso del renminbi en China) o que fluctúa dentro de una banda más o menos estrecha (por ejemplo, el

### LAS POLÍTICAS MONETARIAS EXTRAORDINARIAMENTE EXPANSIVAS DE JAPÓN Y ESTADOS UNIDOS INFLUYEN EN EL MERCADO DE DIVISAS

Un signo positivo indica apreciación frente al yen o al dólar



NOTAS: (\*) Cambio en el tipo de cambio frente al yen japonés entre el 16 de diciembre de 2012 (victoria de Abe Shinzo) y marzo de 2013.

(\*\*) Por QE1 nos referimos a la primera ronda de *Quantitative Easing* de la Reserva Federal. Calculamos la variación en el tipo de cambio frente al dólar como el acumulado a lo largo de las distintas compras de activos dentro del programa.

FUENTES: Thomson Reuters Datastream y elaboración propia.

(1) El MTC II (pensado como antesala del euro para los países de la Unión Europea que optan a formar parte de la eurozona) fija un tipo de cambio central de la moneda en cuestión frente al euro, con un margen de fluctuación normal del  $\pm 15\%$ . Aunque dicha banda puede ajustarse a la baja (como es el caso de Dinamarca que la bajó a  $\pm 2,25\%$ ), Lituania no la modificó pero, en la práctica, mantiene una fluctuación cero en torno a la paridad central fijada en 3,45 litas/euro.

dólar de Singapur). Bajo dichas modalidades, las autoridades económicas disponen de margen para utilizar el tipo de cambio como instrumento de política macroeconómica, pudiendo recurrir a una devaluación o revaluación de su moneda en función de las circunstancias. Si se opta por una banda de fluctuación, se conserva, además, cierto margen de maniobra en política monetaria. Dicho margen es, incluso, más amplio si se establecen controles a los movimientos de capital (como, por ejemplo, en el caso chino). En cualquier caso, la credibilidad de ambos sistemas —paridad fija o blanda— exige disponer de un colchón suficiente de reservas internacionales para poder defender, si es necesario, la paridad establecida.

En el otro extremo del espectro estarían los regímenes de tipo de cambio flexible o de flotación, en los que el tipo de cambio no se determina por decreto (con o sin banda de fluctuación) sino que lo determina el mercado. Sin embargo, ello no significa que las autoridades económicas ya no puedan influir sobre el precio de su moneda. Para empezar, el banco central puede intervenir directamente en el mercado cambiario para limitar la volatilidad de su divisa —una opción poco habitual en las grandes economías avanzadas aunque no infrecuente en otras emergentes como Brasil—. Asimismo, las autoridades de política económica también afectan indirectamente la cotización de su divisa a través, fundamentalmente, de la política monetaria y, en menor medida, la fiscal. Por ejemplo, una mayor laxitud de la política monetaria que aumente las expectativas de inflación futura debilitará la moneda de la economía en cuestión.

Así pues, un régimen cambiario flexible también da opción a las autoridades económicas a ingeniar una depreciación o apreciación de su divisa vía política monetaria. Y aquí está el *quid* de la cuestión: aunque el objetivo explícito de dicha política sea estimular la demanda interna, su impacto sobre el tipo de cambio puede ser interpretado como una depreciación deliberada.

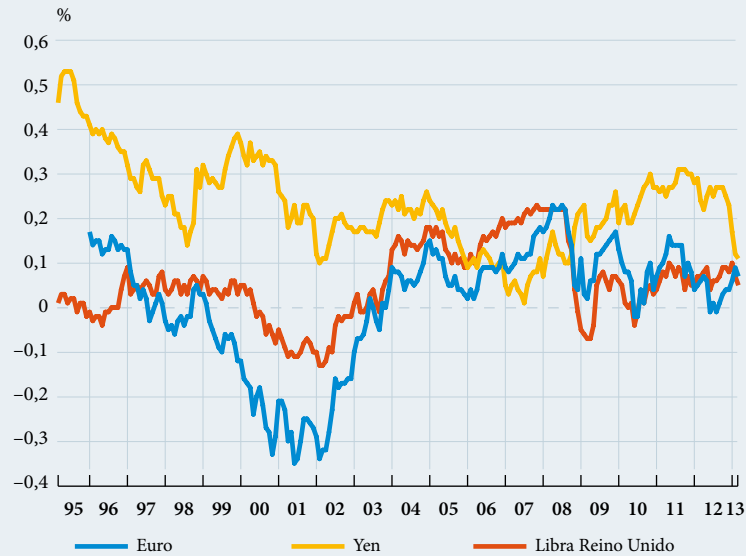
En el contexto actual, en el que muchas de las grandes economías avanzadas se ven inmersas en una etapa de notable debilidad económica y, en algunos casos, con escaso margen para implementar estímulos fiscales, el recurso a la laxitud monetaria se estima inevitable. Tan inevitable que la extraordinaria magnitud de los estímulos monetarios acaba debilitando a sus respectivas monedas (véase gráfico anterior). El problema surge cuando esa depreciación amenaza el modelo económico de otros países y, en especial, si se percibe como intencionada. En tales circunstancias, las autoridades económicas de las divisas bajo presión apreciatoria pueden emprender medidas dirigidas a debilitar sus monedas. Ello no solo coartaría el impacto de las políticas monetarias de los grandes avanzados sobre su demanda agregada (al fin y al cabo, el tipo de cambio contribuye al ajuste) sino que, si las represalias escalaran, podría llegar a desencadenar, claro está, una guerra de divisas en toda regla.

Por ahora, sin embargo, la reacción de las divisas emergentes se ha limitado a intervenciones puntuales de sus bancos centrales en los mercados cambiarios o a controles de los flujos de capital para frenar una excesiva apreciación de sus monedas. Por otra parte, todo apunta a que las monedas de las economías avanzadas bajo la lupa se mantienen en línea con su tipo de cambio de equilibrio (véase el recuadro: «¿Cuál es el precio apropiado de una moneda?») y, entre ellas, no están muy alejadas del tipo de cambio de paridad de poder adquisitivo (PPA), aquel que iguala el poder de compra de las monedas en las distintas economías (véase gráfico siguiente). Además, su reciente depreciación no parece haber contribuido a un crecimiento extraordinario de sus exportaciones netas. En el caso de Estados Unidos, ello puede deberse a que, dado su tamaño, sigue siendo una economía relativamente cerrada. En el caso de Japón, quizás se deba a que la depreciación del yen, a pesar de haber sido muy intensa, todavía es muy reciente. Se puede entender, no obstante, que este movimiento haya generado suspicacias entre sus vecinos; no en vano, no sería la primera vez que Japón recurre al tipo de cambio para dinamizar su economía.



## LOS TIPOS DE CAMBIO DE LAS PRINCIPALES DIVISAS SE MANTIENEN EN LÍNEA CON SU TIPO DE CAMBIO A LARGO PLAZO

Desviación respecto al tipo de cambio de PPA frente al dólar



FUENTES: Bloomberg y elaboración propia.

De todos modos, el elevado peso del comercio asiático en las exportaciones de Japón implica que el recurso a la depreciación del yen como instrumento de política macroeconómica tiene un límite. Si daña la competitividad de sus socios comerciales y vecinos hasta el punto de mermar su crecimiento, la influencia revulsiva del tipo de cambio sobre su propia actividad también se desvanecerá.

En definitiva, cuando Christine Lagarde, directora del FMI, dice que hablar de guerra de divisas es, hoy por hoy, una exageración, muy probablemente tenga razón. No hay argumentos suficientes para defender la existencia de una guerra de divisas. Tampoco los hay para creer que los riesgos de que se produzca, en el corto plazo, son fundados. Y, menos aún, mientras la memoria colectiva preserve un atisbo de recuerdo de los estragos que produjo el último desencuentro en este ámbito.

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

# COYUNTURA ESPAÑOLA

## Actividad económica

**La economía española retrocede en un contexto generalizado de debilidad en la eurozona.**

### El ritmo de contracción se desacelera

De acuerdo con los datos definitivos publicados por el Instituto Nacional de Estadística (INE), el producto interior bruto (PIB) sufrió, en el cuarto trimestre de 2012, el mayor retroceso de esta segunda fase recesiva, alcanzando el -0,8% intertrimestral. Esta fue una caída importante, pero comparable con la acaecida en otros países europeos, como por ejemplo

en Italia (-0,9% intertrimestral) o Alemania (-0,6% intertrimestral), e incluso sustancialmente inferior a la de nuestro vecino Portugal (-1,8% intertrimestral). De hecho, todos los países de la zona del euro, con la excepción de Estonia y Eslovaquia, experimentaron un retroceso del PIB en el cuarto trimestre. En este contexto de ralentización de la actividad europea no es de extrañar que la economía española también sufriera un importante descenso.

### INDICADORES DE OFERTA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2011	2012	2012				2013	
			I	II	III	IV	Enero	Febrero
<b>Industria</b>								
Consumo de electricidad (1)	-1,3	-1,9	-1,8	-1,3	-1,9	-2,5	-4,3	-5,0
Índice de producción industrial (2)	-1,4	-6,0	-5,8	-7,1	-5,5	-5,6	-5,0	...
Indicador de confianza en la industria (3)	-12,5	-17,5	-14,8	-17,4	-20,0	-17,9	-18,6	-13,5
Utilización capacidad productiva (4)	73,3	72,9	72,5	73,4	71,6	74,1	68,9	-
Importación bienes interm. no energ. (5)	3,1	-7,3	-9,6	-7,2	-4,6	-7,3	8,6	...
<b>Construcción</b>								
Consumo de cemento	-16,4	-34,0	-31,5	-37,8	-34,6	-31,3	-21,5	-27,9
Indicador de confianza en la construcción (3)	-55,4	-54,9	-50,4	-52,2	-55,5	-61,4	-41,6	-49,1
Viviendas (visados obra nueva)	-14,6	-43,5	-35,2	-46,4	-49,4	-44,1	...	...
Licitación oficial	-46,2	-46,9	-50,6	-43,6	...	...	...	...
<b>Servicios</b>								
Ventas comercio minorista (6)	-5,4	-6,7	-4,9	-6,3	-6,2	-9,3	-3,9	...
Turistas extranjeros	6,6	2,7	2,6	3,1	4,8	-1,8	-1,4	...
Ingresos turismo	8,6	0,7	0,5	-0,1	2,4	-1,4	...	...
Mercancías ferrocarril (t-km)	2,0	-6,8	-12,6	-7,6	-8,3	3,1	...	...
Tráfico aéreo pasajeros	6,0	-5,0	-5,4	-4,0	-3,0	-8,8	-9,2	-10,2
Consumo de gasóleo automoción	-3,7	-6,0	-4,3	-5,8	-7,8	-6,2	-5,1	...

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.

Con este dato, la tasa de variación interanual del PIB se situó en el -1,9% y la variación para el conjunto del año en el -1,4%.

Por lo que se refiere a la evolución de los componentes del PIB, ya anticipábamos que el consumo privado retrocedería a un mayor ritmo del experimentado en trimestres anteriores. El deterioro del mercado laboral durante el 2012 y la caída de la confianza de los consumidores hasta niveles mínimos en diciembre, entre otros indicadores, así lo señalaban. No obstante, la magnitud del ajuste, del -1,9% intertrimestral, fue sustancialmente superior al esperado. Este fue, además, el mayor descenso del consumo de los hogares desde el -2,0% registrado en el primer trimestre de 2009.

Pero quizás más inquietante sea el hecho de que ahora, a diferencia de 2009, el ahorro ya no tiene demasiada capacidad para seguir amortiguando la caída del consumo. En efecto, según los últimos datos disponibles, correspondientes al tercer trimestre de 2012, la tasa de ahorro de los hogares se situó en el 8,8% de su renta bruta disponible. Esta fue la menor tasa de ahorro desde que se empezó a compilar la serie en el año 2000 y, en particular, fue muy inferior al 17,3% alcanzado en promedio en 2009. Por tanto, mientras que en la primera fase de la recuperación, en el año 2010, los hogares redujeron su tasa de ahorro para poder compensar la caída de la renta bruta disponible y, así, mantener el nivel de consumo, en esta segunda fase de recuperación no hay margen para ajustar más el ahorro. Por consiguiente, la recuperación del consumo privado será más lenta que en episodios anteriores.

Además, los datos de la contabilidad nacional del cuarto trimestre de 2012 muestran que la remuneración de los asalariados aceleró su ritmo de decrecimiento en tres puntos respecto al dato del trimestre anterior, al pasar del -5,5% al -8,5%. Ello

fue resultado de la reducción de la remuneración media por asalariado durante este trimestre, de más de tres puntos, hasta el -3,0%, debido en gran medida a la supresión de la paga extra de diciembre en el sector público. El tono positivo lo pone la resultante reducción del coste laboral por unidad de producto, que disminuyó un -5,8%, mejorando así la posición competitiva de la economía española.

Por otro lado, el retroceso del consumo público en el último trimestre del año, del -0,3% intertrimestral, fue algo menor de lo esperado. Con todo, la variación para el conjunto del año 2012 se situó en el -3,7%, lo que refleja el importante esfuerzo de consolidación fiscal realizado. De cara a 2013, las cuentas públicas seguirán bajo presión, aunque previsiblemente la Comisión Europea relajará el objetivo de déficit para este año con el fin de dar más tiempo a que la recuperación económica se afiance.

Al igual que el consumo privado, la inversión también experimentó, en el cuarto trimestre, el mayor retroceso en esta segunda fase recesiva, concretamente del -3,9% intertrimestral. La aceleración del ritmo de caída se debe al acusado descenso de la inversión en equipo, del -5,2% intertrimestral, que contrasta con el ligero avance, del 0,2%, del trimestre anterior. Por su lado, la inversión en construcción experimentó una caída importante, del -2,8% intertrimestral, debido sobre todo a la construcción no inmobiliaria. No obstante, este retroceso fue menor que el registrado en promedio en los cuatro trimestres anteriores. Aunque el ajuste en el sector de la construcción todavía no se ha completado, los indicadores adelantados apuntan a una estabilización del ritmo de contracción. Así, el indicador de la confianza de la construcción registró en los dos primeros meses del año valores claramente superiores a los del año 2012, aunque muy por debajo de la media histórica.

**El ahorro no podrá ejercer de soporte del consumo privado.**

**Se acentúa la debilidad de la inversión en equipo en el tramo final del año.**

**El sector exterior aguanta a pesar de la caída de la actividad en la eurozona.**

## Los indicadores de actividad muestran mejoras en el tramo inicial de 2013.

La información sobre los componentes de la demanda interna que proporciona el desglose del PIB del cuarto trimestre es, por lo tanto, poco halagüeña. En conjunto, la demanda nacional restó 2 puntos porcentuales al crecimiento del PIB del cuarto trimestre. Ello se vio compensado, en parte, por una mayor contribución de la demanda externa, de 1,2 puntos porcentuales en términos intertrimestrales. Así, el sector exterior sigue siendo, por décimo trimestre consecutivo, el único motor de crecimiento de la economía española.

Sin embargo, es importante remarcar que en el cuarto trimestre, al contrario de lo que se venía observando en los dos trimestres precedentes, las exportaciones se redujeron, concretamente en un 0,9% intertrimestral, debido sobre todo a la debilidad de la demanda de la zona del euro. Por lo

tanto, la razón por la que el sector exterior tuvo una contribución positiva al crecimiento fue la mayor caída de las importaciones, del -4,8% intertrimestral.

Después de este importante retroceso de la actividad en el tramo final del año, las perspectivas para 2013 ofrecen cierta confianza en que el ritmo de contracción del PIB se irá reduciendo durante la primera mitad del año. Así, por ejemplo, la caída de la producción industrial se moderó en enero, con una contracción del -5,0% interanual, respecto al -7,1% de diciembre. También las ventas minoristas de enero redujeron el ritmo de contracción y el índice PMI de manufacturas subió 7 décimas en febrero, hasta los 46,8 puntos. De mantenerse esta tendencia, en la segunda mitad del año se podrían volver a anotar tasas de crecimiento positivas.

### INDICADORES DE DEMANDA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2011	2012	2012				2013	
			I	II	III	IV	Enero	Febrero
<b>Consumo</b>								
Producción de bienes de consumo (*)	-1,0	-4,7	-3,7	-4,5	-4,8	-6,1	-7,9	...
Importación de bienes de consumo (**)	-2,2	-11,0	-6,1	-11,3	-12,3	-14,3	-4,9	...
Matriculaciones de automóviles	-17,7	-13,4	-1,9	-13,7	-17,8	-21,7	-9,6	-9,8
Crédito al consumo de bienes duraderos	-21,0	-14,4	-12,8	-13,6	-17,0	-12,7	...	...
Indicador de confianza de los consumidores (***)	-17,1	-31,7	-24,6	-29,0	-35,2	-37,8	-32,5	-33,4
<b>Inversión</b>								
Producción de bienes de equipo (*)	0,8	-10,8	-10,3	-13,9	-10,8	-8,0	-2,7	...
Importación de bienes de equipo (**)	-3,1	-10,7	-11,5	-11,9	-15,8	-4,7	0,4	...
Matriculación de vehículos industriales	-6,6	-24,8	-19,1	-26,6	-27,9	-26,3	-18,8	-26,0
<b>Comercio exterior (**)</b>								
Importaciones no energéticas	1,0	-8,5	-8,7	-8,5	-7,6	-9,2	4,5	...
Exportaciones	10,1	1,7	-0,3	2,7	2,5	2,1	5,3	...

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

(\*\*) En volumen.

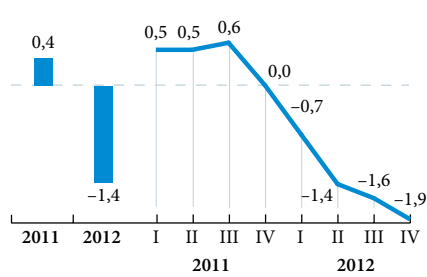
(\*\*\*) Encuesta de la Comisión Europea: diferencia entre los porcentajes de respuestas positivas y negativas.

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

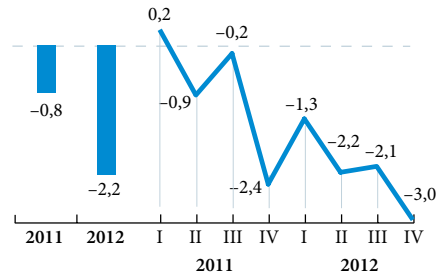
## EVOLUCIÓN DEL PIB DE ESPAÑA POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual (\*)

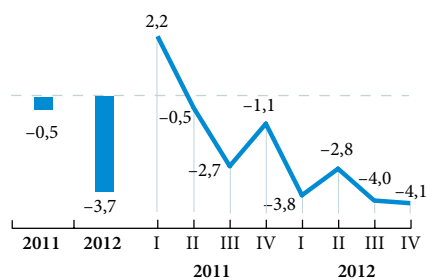
### PIB



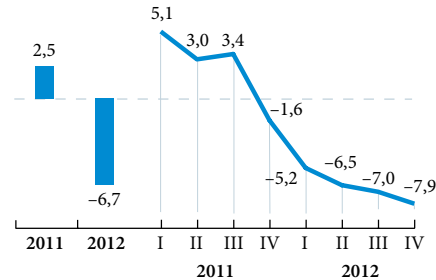
### Consumo de los hogares



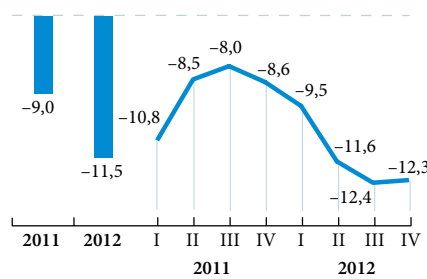
### Consumo público



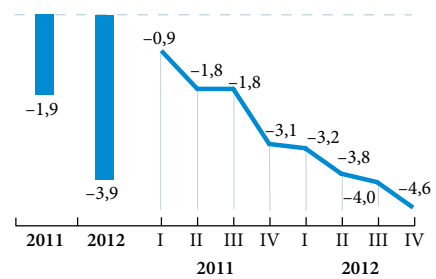
### Inversión en bienes de equipo



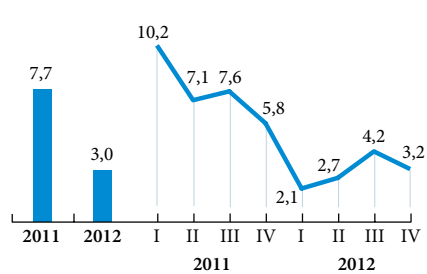
### Inversión en construcción



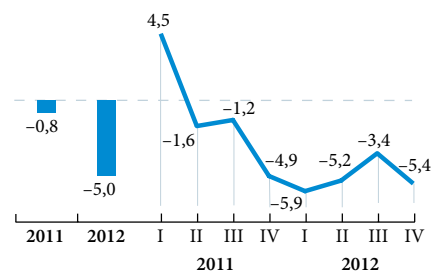
### Demanda nacional (\*\*)



### Exportaciones de bienes y servicios



### Importaciones de bienes y servicios



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

(\*\*) Contribución al crecimiento del PIB.

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

## La apreciación del euro no supone un riesgo para el crecimiento... de momento

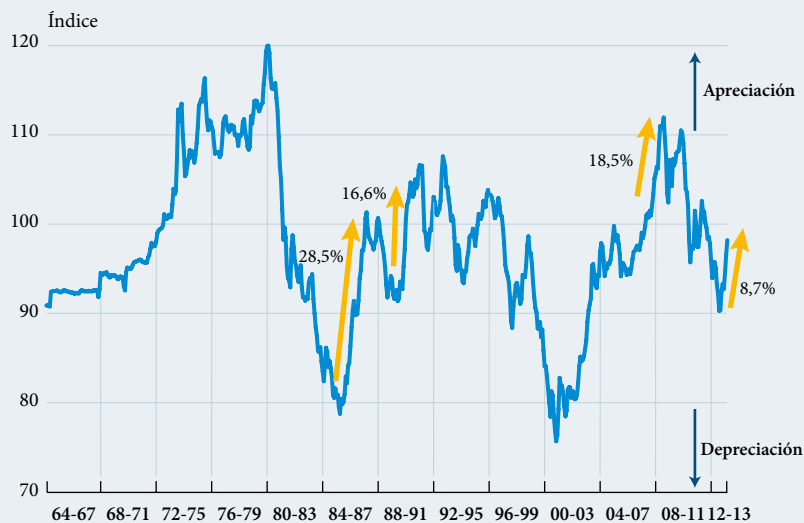
La reciente apreciación del euro ha situado el mercado de divisas en el primer plano del debate económico. Las políticas monetarias expansivas de algunos de los principales bancos centrales elevaron el tipo de cambio efectivo nominal de la moneda única un 8,7% entre julio de 2012 y febrero de 2013<sup>(1)</sup>. Esta escalada no se frenó hasta que el presidente del Banco Central Europeo (BCE), Mario Draghi, advirtió que vigilará de cerca la evolución del tipo de cambio. Sin embargo, la preocupación de que una posible guerra de divisas debilite la recuperación económica en la zona del euro no ha desaparecido por completo.

El temor parece estar bien fundamentado: un fortalecimiento del euro encarece las exportaciones de la Unión Monetaria Europea (UME) y, al mismo tiempo, hace más baratas las importaciones. Dado que el principal motor de crecimiento en los últimos años ha sido el sector exterior, la preocupación es máxima. Como muestra el gráfico siguiente, el tipo de cambio dista de ser estable a lo largo del tiempo, pero llama la atención el ritmo al que se ha apreciado el euro durante el último medio año, superior al de otros episodios. La perspectiva histórica, sin embargo, nos muestra que este movimiento no es tan infrecuente. Por ejemplo, entre febrero de 2006 y agosto de 2008 el valor del euro aumentó un 18,5%, y entre marzo de 1985 y febrero de 1987, un 28,5%.

El impacto económico de un repunte del euro similar al del último medio año no es excesivamente elevado. De acuerdo con las estimaciones del BCE, un aumento permanente del tipo de cambio nominal efectivo del euro del

### MENOR APRECIACIÓN DEL EURO EN LOS ÚLTIMOS MESES AUNQUE MÁS RÁPIDA

Tipo de cambio efectivo nominal del euro (\*)



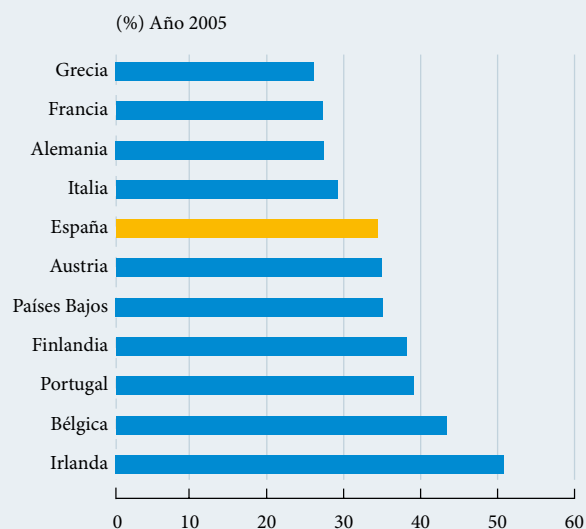
NOTA: (\*) Media ponderada de la fluctuación del euro respecto a los principales socios comerciales de la zona del euro. Para periodos anteriores a 1999, se utiliza una aproximación al tipo de cambio del euro basada en la media ponderada de las divisas de sus países miembros.

FUENTE: BIS.

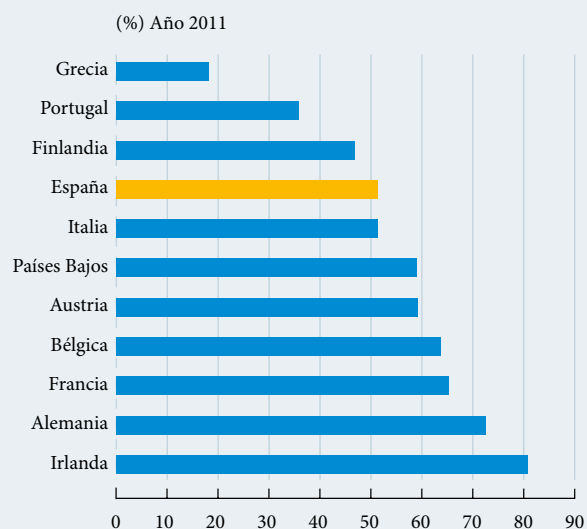
(1) El tipo de cambio efectivo nominal del euro se calcula como la media de las cotizaciones del euro con las divisas de sus principales socios comerciales ponderada por el volumen de exportaciones hacia estos países.

## EL CONTENIDO IMPORTADOR DE LAS EXPORTACIONES Y EL TIPO DE ESTAS DIFIERE MUCHO ENTRE LOS PAÍSES DE LA UNIÓN EUROPEA

Contenido importador de las exportaciones



Exportaciones de elevado contenido tecnológico



FUENTE: OCDE.

10% supone una reducción del producto interior bruto (PIB) de 2 décimas en el primer año, y de 6 décimas a largo plazo<sup>(2)</sup>. Si aplicamos este resultado a la apreciación del euro que se ha producido desde julio de 2012 hasta febrero, del 8,7%, obtenemos que el deterioro de la actividad económica es de 1,7 décimas este año. Sin embargo, las primeras semanas de marzo muestran cierta corrección de la reciente apreciación del euro. Esta menor persistencia reduciría el efecto final sobre el crecimiento. Para alcanzar una contracción a corto plazo del PIB superior a 5 décimas serían necesarias fluctuaciones mucho más bruscas y persistentes del tipo de cambio; por ejemplo, una apreciación de la moneda similar a la registrada entre 1985 y 1987. El efecto, por lo tanto, no es insignificante, pero tampoco parece que, de momento, sea suficiente para poner en entredicho el proceso de recuperación.

En parte, uno de los factores que ayuda a amortiguar el impacto de las variaciones del tipo de cambio sobre las exportaciones es la reducida sensibilidad del precio final de las exportaciones a los movimientos del tipo de cambio. Ello es fruto, entre otras cosas, de la capacidad de los exportadores para absorber parte de las fluctuaciones de las divisas, ya sea a través del estrechamiento del margen de beneficios o mediante el uso de herramientas financieras de cobertura contra el riesgo cambiario. Se estima que, en la zona del euro, solo la mitad de la apreciación de la moneda se acaba trasladando sobre el precio final de los bienes exportados. Una cifra muy similar a la de Japón y Reino Unido<sup>(3)</sup>. En el caso estadounidense, en cambio, la sensibilidad es incluso menor, el 12% de la apreciación de la moneda acaba repercutiendo en el precio final de los bienes exportados.

Otros factores que también tienen un papel clave en determinar el efecto de la fluctuación cambiaria sobre el crecimiento económico son: el grado de apertura de la economía, el contenido importador de sus exportaciones y el

(2) Véase Mauro, Rüffer and Bonda, «The changing role of the exchange rate in a globalised economy». *BCE Occasional paper series* (2008).

(3) Véase Hamid Faruqee, «Exchange Rate Pass-Through in the Euro Area: The Role of Asymmetric Pricing Behavior», *IMF Working Paper* (2004).

nivel tecnológico de estas. Por lo que se refiere al primer aspecto, los países más abiertos son los que, naturalmente, están más expuestos a las variaciones del tipo de cambio. En este sentido, las diferencias entre los distintos países de la Unión Europea son muy importantes. En un extremo se encuentran los Países Bajos, con un nivel de apertura comercial definido como las exportaciones e importaciones en porcentaje del PIB, con los países de fuera de la eurozona que alcanzó el 81,5% del PIB el pasado año. En cambio, en Francia y España, este no llegaba al 25% del PIB. Alemania se encuentra a medio camino, con un grado de apertura del 42,0%.

Otro factor a tener en cuenta es el contenido importador de las exportaciones, esto es, los productos importados necesarios para generar un bien exportado. La comparación de dos casos extremos es muy intuitiva: la reducción de la demanda externa en un país en que todo lo que exporta se produce a partir de bienes nacionales (contenido importador cero) tendrá un efecto sobre el PIB mucho mayor que en otra economía en que todos los bienes exportados han sido previamente importados. En el gráfico de la izquierda observamos el contenido importador de las exportaciones en los principales países de la zona del euro. Destaca que, a excepción de Grecia, los cuatro países de mayor tamaño son los que presentan un menor contenido importador de sus exportaciones con valores por debajo del 30% en Francia, Alemania e Italia, y del 34% en España. El mayor tamaño y la mayor diversificación de su economía explican, en parte, esta relación. Por el contrario, Irlanda, Bélgica y Portugal encabezan la lista de países con un mayor contenido importador de sus exportaciones.

El último factor a tener en cuenta es la composición tecnológica de las exportaciones. Varios estudios constatan que la demanda de exportaciones con menor contenido tecnológico presenta una mayor sensibilidad al precio<sup>(4)</sup>. Por lo tanto, los países especializados en la exportación de bienes de alto contenido tecnológico se verán menos expuestos a las fluctuaciones del tipo de cambio. En este apartado destacan tanto Alemania como Francia, que, además de presentar un reducido contenido importador de sus exportaciones, estas presentan una mayor especialización hacia productos de tecnología más alta. En el otro extremo se encuentran Grecia y Portugal, con un peso de las exportaciones de elevado contenido tecnológico del 18% y del 36%.

Centrándonos en el caso de la economía española, observamos que en estos últimos dos casos se mantiene en una cómoda posición intermedia. Por lo tanto, el impacto de una apreciación de la moneda única sobre la actividad económica no diferirá excesivamente de la del conjunto de la zona del euro. Además, el distinto patrón de comercio de la economía española, con una importante proporción de sus exportaciones destinadas hacia países que comparten su misma moneda, sitúa la apreciación del tipo de cambio efectivo nominal de la economía española en el 2,2% entre julio de 2012 y febrero de 2013, por lo que el impacto sobre el crecimiento sería puramente anecdótico.

En definitiva, a pesar de los temores suscitados, la relativamente reducida apreciación del euro de los últimos meses no parece que pueda acabar teniendo un efecto importante ni sobre el crecimiento de la eurozona ni sobre el de la economía española. Pero el margen no es infinito, especialmente ahora que el motor exportador es el principal pilar sobre el que se sustenta la recuperación. No está de más, por lo tanto, que el Banco Central Europeo siga de cerca su evolución.

(4) Véase Carlos Martínez-Mongay: «Competitiveness and growth in EMU: The role of external sector in the adjustment of the Spanish economy», *European Commission Economic Papers* (2009).

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



## Mercado de trabajo

### La mejora de la competitividad se acelera

Los indicadores avanzados de actividad, aunque se sitúan en zona contractiva, sugieren que la recesión se está apaciguando en el primer trimestre de 2013. Mientras el PIB se redujo ocho décimas en el último trimestre del año 2012, para este trimestre se espera una contracción de cuatro décimas. Esta moderación de la caída del PIB seguirá durante el segundo trimestre acabando el año con una estabilización o ligero crecimiento.

Los registros del mercado laboral de febrero respaldan esta relativa mejoría, ya que, a pesar de que el número de afiliados en alta a la Seguridad Social descendió en 28.691 personas, la tasa de variación inter-

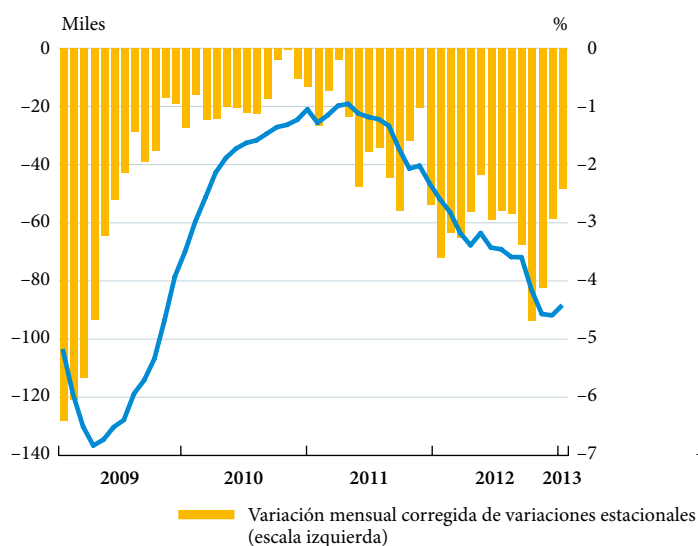
anual del empleo mejoró dos décimas hasta el  $-4,4\%$  interanual. Esta caída, en línea con lo previsto, fue menor que la acaecida en el mismo mes de 2009 y 2012 (de 69.000 y 61.000 personas, respectivamente), que acabaron siendo los dos peores años en términos de destrucción de empleo. De esta forma, el comienzo del año ha sido, de momento, menos deplorable que el anterior. Con todo, cabe señalar que este retroceso en febrero fue superior al de 2008 y 2010, y fue mucho peor al valor registrado antes de la crisis, entre 2001 y 2007, cuando se crearon en promedio 144.000 empleos en el mes de febrero.

No todos los sectores evolucionaron de la misma forma. Los datos corregidos de estacionalidad y calendario muestran que el sector industrial concentró la mayor

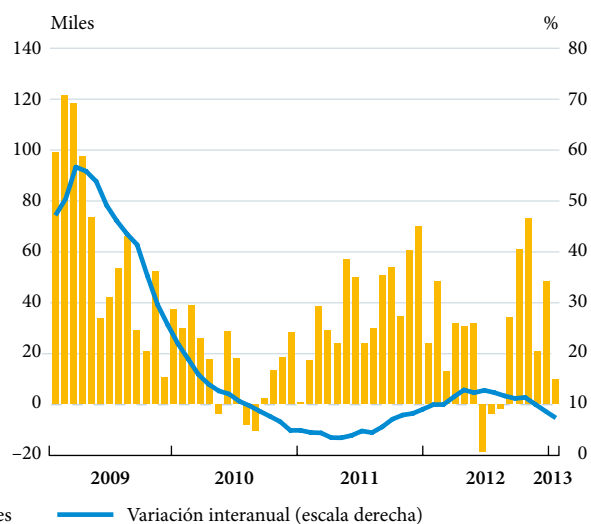
**El ritmo de caída del total de afiliados se desacelera dos décimas hasta el  $4,4\%$  interanual.**

### SE FRENA LA CAÍDA DEL EMPLEO

Afiliados en alta laboral a la Seguridad Social



Parados registrados



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

## INDICADORES DE EMPLEO

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2011	2012	2012				2013	
			I	II	III	IV	Enero	Febrero
<b>Afiliados a la Seguridad Social (1)</b>								
Sector de actividad								
<i>Industria</i>	-2,7	-5,3	-4,2	-5,2	-5,9	-5,9	-6,0	-5,7
<i>Construcción</i>	-12,2	-17,0	-16,4	-17,3	-17,7	-16,8	-16,0	-15,5
<i>Servicios</i>	0,2	-1,7	-0,9	-1,6	-1,8	-2,6	-3,1	-3,0
Situación profesional								
<i>Asalariados</i>	-1,4	-3,8	-2,9	-3,7	-3,9	-4,7	-5,3	-5,0
<i>No asalariados</i>	-1,2	-1,4	-1,3	-1,3	-1,4	-1,6	-1,2	-1,6
<b>Total</b>	<b>-1,3</b>	<b>-3,4</b>	<b>-2,6</b>	<b>-3,2</b>	<b>-3,5</b>	<b>-4,1</b>	<b>-4,6</b>	<b>-4,4</b>
<b>Población ocupada (2)</b>	<b>-1,9</b>	<b>-4,5</b>	<b>-4,0</b>	<b>-4,8</b>	<b>-4,6</b>	<b>-4,8</b>	-	-
<b>Puestos de trabajo (3)</b>	<b>-1,7</b>	<b>-4,4</b>	<b>-3,7</b>	<b>-4,7</b>	<b>-4,6</b>	<b>-4,7</b>	-	-
<b>Contratos registrados (4)</b>								
Indefinidos	-9,6	-2,2	-19,3	-5,7	-3,8	24,8	32,6	22,9
Temporales	1,0	-4,8	-6,7	-4,8	-5,1	-3,0	4,0	-3,0
<b>Total</b>	<b>0,1</b>	<b>-4,6</b>	<b>-7,8</b>	<b>-4,8</b>	<b>-5,0</b>	<b>-1,1</b>	<b>6,1</b>	<b>-1,0</b>

NOTAS: (1) Datos medios mensuales.

(2) Estimación de la encuesta de población activa.

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

(4) En el Servicio Público de Empleo Estatal.

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

### La tasa de crecimiento interanual del paro registrado cae más de un punto hasta el 7,0%.

parte de la caída de la ocupación. En efecto, la afiliación en este grupo, que representa el 13% del total, se redujo en cerca de 17.000 personas en términos desestacionalizados. Por su parte, la construcción y los servicios perdieron 13.000 y 6.000 puestos de trabajo, respectivamente. Destaca el mejor comportamiento relativo del sector servicios, con un peso cercano a las tres cuartas partes, que destruyó empleo en menor magnitud a la observada en el último trimestre de 2012.

Tal como se esperaba, el paro registrado siguió aumentando en febrero, en 59.444 personas concretamente, hasta totalizar 5.040.022. En términos desestacionalizados, el paro retrocedió en 2.000 personas. El aumento del desempleo fue inferior al acaecido en el mes de febrero de los últimos tres años y, como resultado, el crecimiento interanual del número de parados se redujo

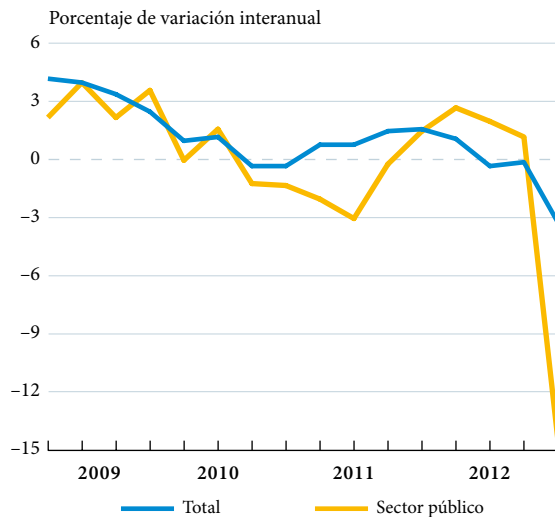
en 1,3 puntos porcentuales respecto a enero, hasta el 7,0%. Todo ello apunta a que el ritmo de aumento del paro se está ralentizando, aun cuando la subida fue todavía bastante superior al incremento promedio de 2001-2007, de 1.700 personas.

Esta cifra récord de parados registrados, de más de cinco millones, ejerce una presión muy fuerte sobre el gasto en prestaciones para este colectivo. En concreto, el gasto en esta partida aumentó un 2,6% interanual en enero como resultado principalmente del incremento del número de desempleados pero también debido al ligero aumento del gasto medio por beneficiario, que se situó cerca de los 930 euros al mes.

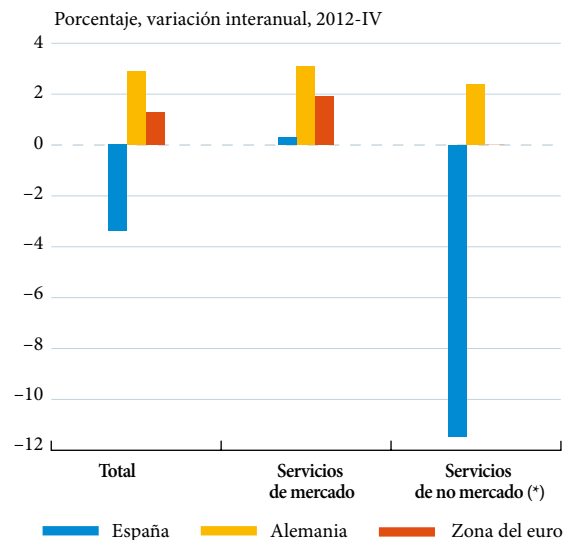
Para mejorar la situación del mercado laboral y la sostenibilidad del sistema de pensiones de la Seguridad Social en el medio plazo, el pasado 15 de marzo se aprobó

## HISTÓRICO AJUSTE DE LOS COSTES LABORALES

Coste laboral total por trabajador



Coste laboral por hora



NOTA: (\*) Actividades del sector público, educación, sanidad, servicios sociales y artísticos (categorías O-S de la clasificación NACE).  
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Eurostat y elaboración propia.

en el Consejo de Ministros el Real Decreto-ley 5/2013 de medidas para favorecer la continuidad de la vida laboral de los trabajadores de mayor edad. Su objetivo principal es abordar la transición entre vida activa y jubilación mediante medidas en tres ámbitos: jubilación anticipada y parcial, compatibilidad entre trabajo y pensión, y lucha contra la discriminación por razón de edad en el empleo.

Por lo que respecta a la jubilación anticipada, destaca el hecho de que la edad se elevará progresivamente de los 63 a los 65 años en 2027 en caso de que sea voluntaria, y de los 61 a los 63 años cuando sea forzosa. Asimismo, se fija un periodo mínimo de cotización para recibir la pensión en su totalidad de 35 y de 33 años, respectivamente. También se efectúan modificaciones para incrementar la penalización en términos del importe de la pensión recibida en ambas modalidades a fin de desincentivar la jubilación anticipada. En cuanto a la jubilación parcial, posible dos años antes de la edad legal de jubilación, se limita al 50% la reducción máxima de jor-

nada, aunque se permitirá alcanzar el 75% de reducción máxima cuando el trabajador de relevo sea más joven, con contrato indefinido y a tiempo completo. Finalmente, se abre la posibilidad de trabajar, tanto por cuenta ajena como propia, percibiendo el 50 por 100 de la pensión para los individuos que han sobrepasado la edad legal de jubilación. Cuando finaliza el periodo de actividad, se restablece el pago de la pensión íntegra.

Todas estas medidas, aunque necesarias para garantizar la sostenibilidad del sistema de la Seguridad Social en el medio plazo, no serán determinantes para encauzar la recuperación del empleo de forma inmediata. Por el contrario, un aspecto muy importante que ya está contribuyendo sustancialmente en el proceso de ajuste del mercado de trabajo es la evolución de los costes laborales. Efectivamente, según la encuesta trimestral del coste laboral, el coste total en el cuarto trimestre fue de 2.599 euros por trabajador y mes, lo que supone una caída del 3,2% respecto al mismo periodo del año anterior. Este fue el

**El Gobierno aprueba una batería de medidas para incentivar el empleo de la gente de más edad.**

## El coste laboral por trabajador cae un 0,6% interanual en 2012.

mayor descenso desde que se empezó a compilar la serie. De esta forma, en el último tramo del año 2012 se intensificó la caída de los costes laborales, ya que el coste medio anual de 2012 fue de 2.540 euros, un 0,6% menor que en 2011.

El ajuste del coste laboral fue bastante generalizado entre las distintas secciones económicas, aunque destacan sobre todo los fuertes descensos en los sectores denominados de no mercado, que incluyen la administración pública, la sanidad, la educación y las actividades artísticas. El retroceso fue especialmente intenso en el sector público, del 14,4% interanual, fruto en gran parte de la supresión de la paga extra de diciembre de los empleados de este grupo. Destaca también la caída registrada en el ámbito de la sanidad y los servicios sociales, del 9,3%. La eliminación de la paga especial de Navidad fue una medida extraordinaria, por lo que los ajustes de los

costes laborales de los próximos meses deberían ser bastante menores.

La caída de los costes laborales en España superó con creces a la del resto de países de la eurozona, lo que permite que la economía siga ganando competitividad. Como contrapartida, teniendo en cuenta que el aumento medio anual del IPC fue del 2,4% en 2012, los trabajadores perdieron poder adquisitivo.

En definitiva, el deterioro del mercado laboral continúa, aunque con menor intensidad. Los datos de afiliados en lo que va de año muestran una evolución menos deplorable que la de 2012, aunque algo peor a la de 2010. Se espera que el ritmo de deterioro continúe desacelerándose en los próximos meses de forma que el año 2013 debería acabar con una destrucción total de unos 175.000 afiliados.

### INDICADORES DE SALARIOS

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

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

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

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

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

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

## Precios

### Pausa en la tendencia bajista de la inflación

La tasa de variación interanual del IPC de febrero fue ligeramente superior a lo previsto y aumentó una décima, hasta el 2,8%. Los principales responsables fueron los carburantes, en un contexto de ligera subida del precio del petróleo y el inesperado incremento de los medicamentos.

Esta tasa de inflación fue un punto porcentual más elevada que la registrada para el conjunto de la zona del euro. Sin embargo, este diferencial se explica, en gran parte, por las medidas fiscales adoptadas en 2012. La serie de la inflación a impuestos constantes en febrero se situó en el 0,7% interanual y la subyacente, en apenas el

0,2%. Ello es representativo de hasta qué punto los precios de la energía y la subida de la imposición indirecta están alterando el nivel de inflación que en realidad cabría esperar ante un escenario de consumo muy deprimido como el actual.

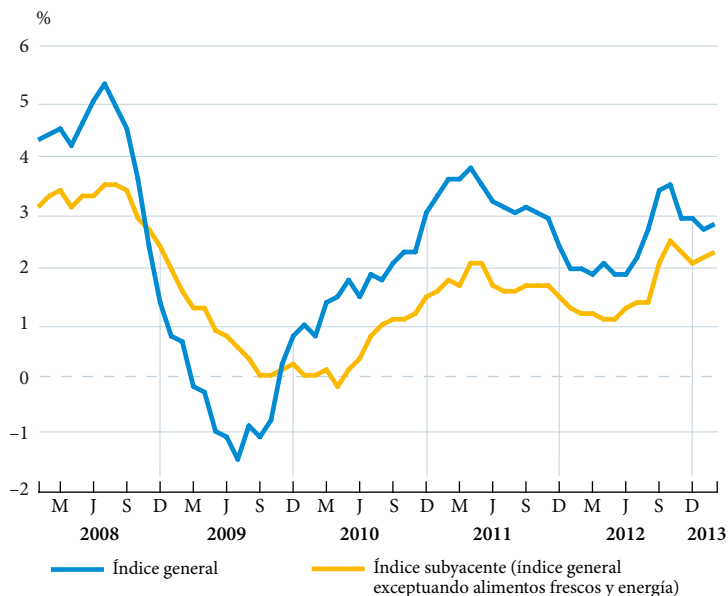
Salvo que a lo largo de 2013 se produzcan cambios normativos o impositivos que afecten a los precios finales al consumo, las perspectivas apuntan hacia una reducción de la inflación durante los próximos meses. Varias razones respaldan esta teoría. Primero, los efectos escalón sobre el índice general introducidos en 2012 desaparecerán gradualmente, con un fuerte descenso en el mes de septiembre cuando se evapore el impacto de la subida del IVA. Segundo, el precio del petróleo Brent bajó

**La tasa de variación interanual del IPC aumenta una décima, hasta el 2,8%.**

**Las presiones inflacionistas se irán reduciendo debido a la desaparición de los efectos impositivos...**

### LA INFLACIÓN HACE UN ALTO EN SU SENDA DECRECIENTE

Variación interanual del IPC



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

**...a la estabilidad del precio del petróleo y al descenso de la tarifa de la electricidad.**

un 3,2% durante la primera mitad de marzo, situándose en los 84,7 euros por barril. Bajo el supuesto de que este precio no varíe significativamente respecto a los niveles actuales (se espera una cifra cercana a los 83 euros por barril a finales del año), la inflación de este epígrafe debería seguir bajando muy gradualmente. Ello debería permitir que la inflación general disminuya a lo largo del año.

Tercero, está previsto que los precios de la electricidad retrocedan de forma impor-

tante a partir de abril. En efecto, la subasta eléctrica del pasado 20 de marzo entre las comercializadoras habilitadas para el suministro a tarifa se saldó con caídas de precios del 15%. Según la Asociación Española de la Industria Eléctrica, ello debería traducirse en una bajada de la Tarifa de Ultimo Recurso (TUR) de la luz de cerca de un 7%, ya que el resultado de estas subastas suele tener un peso cercano al 50% en el recibo de la luz. La otra mitad corresponde a los costes regulados del sistema eléctrico, también llamados peajes, que se

## ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO POR GRUPOS DE COMPONENTES

Febrero 2013

	Índices (*)	% variación mensual		% variación s/diciembre anterior		% variación anual	
		2012	2013	2012	2013	2012	2013
<b>Por clases de gasto</b>							
Alimentos y bebidas no alcohólicas	104,3	0,1	-0,3	0,4	0,1	2,6	2,8
Bebidas alcohólicas y tabaco	110,9	0,3	0,4	0,5	3,1	2,2	8,1
Vestido y calzado	91,5	-1,7	-1,8	-15,9	-16,2	0,0	-0,1
Vivienda	106,4	0,2	0,2	0,7	-0,5	3,3	4,4
Menaje	101,5	-0,1	0,0	-1,0	-0,8	1,1	1,4
Medicina	110,3	0,1	0,8	-0,1	-0,4	-2,9	12,9
Transporte	106,4	0,8	1,4	2,7	2,4	5,3	2,8
Comunicaciones	95,3	0,1	0,0	-2,0	-1,2	-3,5	-1,8
Ocio y cultura	100,4	0,2	0,5	-2,2	-1,7	0,4	1,3
Enseñanza	112,7	0,0	0,0	0,1	0,0	2,8	10,4
Hoteles, cafés y restaurantes	100,6	0,1	0,0	0,0	-0,2	0,9	0,6
Otros	104,6	0,3	0,3	0,8	0,5	2,3	3,0
<b>Agrupaciones</b>							
Alimentos con elaboración	105,6	0,2	0,3	0,5	1,0	2,8	3,6
Alimentos sin elaboración	104,2	0,0	-1,1	0,2	-0,5	1,8	3,1
Conjunto no alimentario	102,6	0,1	0,3	-1,4	-1,5	1,8	2,6
Bienes industriales	102,5	0,0	0,3	-2,6	-3,0	2,4	2,9
<i>Productos energéticos</i>	111,1	1,1	1,7	3,5	1,9	7,9	5,9
<i>Carburantes y combustibles</i>	112,0	1,5	2,3	4,8	4,2	10,4	5,1
<i>Bienes industriales sin productos energéticos</i>	98,9	-0,4	-0,3	-5,1	-5,2	0,1	1,4
Servicios	102,6	0,1	0,2	-0,1	-0,1	1,3	2,2
Inflación subyacente (**)	101,9	0,0	0,0	-1,7	-1,6	1,2	2,3
<b>ÍNDICE GENERAL</b>	<b>103,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>-1,0</b>	<b>-1,1</b>	<b>2,0</b>	<b>2,8</b>

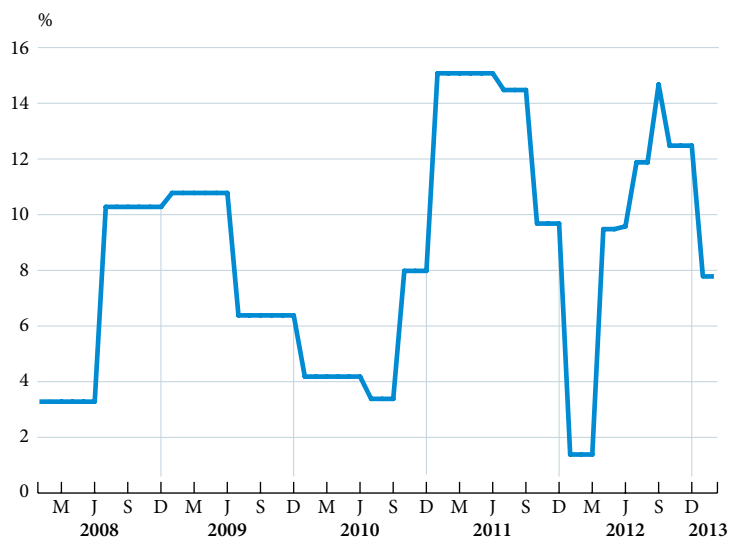
NOTAS: (\*) Base 2011 = 100.

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

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

## SE ESPERA UNA CAÍDA DE LOS PRECIOS DE LA ELECTRICIDAD EN ABRIL

Variación interanual del IPC de la electricidad



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

## INDICADORES DE INFLACIÓN

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	Precios agrarios	Índice de precios industriales					Total	Precios de importación			Deflactor del PIB (*)
		Índice general	Bienes de consumo	Bienes de equipo	Bienes intermedios	Bienes energéticos		Bienes de consumo	Bienes de capital	Bienes intermedios (**)	
<b>2012</b>											
Enero	0,0	4,8	1,9	0,7	1,7	14,2	6,2	2,6	2,1	2,7	-
Febrero	1,4	4,6	1,6	0,7	1,0	14,3	5,5	2,6	1,9	1,4	0,4
Marzo	5,1	4,5	1,7	0,6	1,2	13,4	6,2	3,2	1,3	1,9	-
Abril	2,7	3,2	1,8	0,5	1,1	8,6	5,3	4,1	1,3	1,9	-
Mayo	2,4	3,4	1,8	0,4	1,0	9,4	4,5	4,7	1,9	2,4	0,1
Junio	1,3	2,7	1,8	0,6	0,6	7,2	3,0	4,8	1,3	2,4	-
Julio	9,4	2,9	2,2	0,5	0,4	7,7	3,3	5,2	1,1	1,8	-
Agosto	14,7	4,6	2,7	0,4	1,0	13,0	4,4	5,4	1,1	1,7	0,5
Septiembre	15,4	4,3	3,5	0,5	1,6	10,1	3,2	3,2	0,3	1,7	-
Octubre	20,4	3,9	3,6	0,3	1,9	8,4	2,5	3,2	0,2	2,2	-
Noviembre	...	3,3	3,4	0,4	2,3	5,6	1,6	3,2	0,0	2,1	0,1
Diciembre	...	3,3	3,5	0,6	2,9	4,8	0,6	2,4	-0,7	1,4	-
<b>2013</b>											
Enero	...	2,6	3,8	0,4	2,5	2,6	-0,2	1,2	-0,9	0,6	-

NOTA: (\*) Datos corregidos de estacionalidad y calendario.

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Economía y Competitividad y elaboración propia.

**Prevedemos que la inflación baje hasta el 1,5% hacia el final del año.**

mantendrán inalterados. El descenso de la tarifa contrasta con los últimos movimientos, que, en su gran mayoría, han sido al alza. En 2011, la TUR subió un 10%, y en 2012 lo hizo un 5,4% adicional.

No obstante, es posible que el descenso de precios de la electricidad acabe siendo menor. Suponiendo que, por ejemplo, finalmente los precios de la electricidad se redujeran un 3% en el mes de abril, y teniendo en cuenta que la electricidad tiene un peso del 3,3% sobre la cesta de los productos que componen el IPC, este movimiento implicaría un descenso de una décima sobre la inflación general.

A todos estos factores de carácter moderador hay que añadir el hecho de que la recuperación de la demanda interna será muy paulatina, por lo que tampoco se espera presión al alza en los precios por esta vía. En este contexto, la inflación debería se-

guir bajando hasta el entorno del 1,5% en septiembre, y podría mantenerse en ese nivel hasta acabar el año.

La moderación de la inflación también se observa en el índice de precios industriales, que refleja la variación de los precios de los bienes industriales cobrados por el fabricante. En efecto, la tabla anterior muestra que los precios industriales continuaron su perfil descendente y bajaron medio punto en el mes de enero hasta el 2,6% interanual. Esta cifra contrasta con el 4,8% registrado en el mismo mes del año anterior. Exceptuando los bienes de consumo, el descenso de los precios de los productos industriales fue generalizado en todos los componentes, siendo especialmente intenso entre los bienes energéticos. Esta trayectoria decreciente está permitiendo la recuperación de la competitividad de la economía española.



## Sector exterior

### El superávit de diciembre acelera el ajuste del saldo corriente

El dato del saldo corriente de diciembre de 2012 superó las expectativas de la gran mayoría de analistas económicos. Con un superávit de 4.875 millones de euros en el último mes del año pasado, aceleró la corrección del desequilibrio exterior, que, en el conjunto de 2012 se redujo hasta el 0,8% del producto interior bruto (PIB) español. Esta cifra se sitúa 2,7 puntos porcentuales por debajo del registro de 2011. El buen ritmo de ajuste registrado durante el últi-

mo semestre del año pasado refuerza la previsión de alcanzar un superávit corriente en 2013, un hecho que no sucede desde el año 1997.

El desglose del saldo corriente entre los distintos componentes de la balanza de pagos permite analizar tanto los factores que impulsaron su ajuste en diciembre como las probables tendencias a lo largo de 2013. Por un lado, la debilidad de la demanda interna y las ganancias de competitividad de la economía española mantuvieron el ritmo de mejora de las balan-

**El superávit corriente de diciembre de 2012, de 4.875 millones de euros, supera las estimaciones de la mayoría de economistas.**

### BALANZA DE PAGOS

Diciembre 2012

	Doce últimos meses		
	Saldo en millones de euros	Variación anual	
		Absoluta	%
<b>Balanza corriente</b>			
Balanza comercial	-24.928	14.799	-37,3
Servicios			
<i>Turismo</i>	31.400	796	2,6
<i>Otros servicios</i>	8.174	4.538	124,8
<b>Total</b>	39.575	5.335	15,6
Rentas	-18.448	7.658	-29,3
Transferencias	-4.457	1.447	-24,5
<b>Total</b>	<b>-8.258</b>	<b>29.239</b>	<b>-78,0</b>
<b>Cuenta de capital</b>	<b>6.569</b>	<b>1.081</b>	<b>19,7</b>
<b>Balanza financiera</b>			
Inversiones directas	13.696	19.292	-
Inversiones de cartera	-51.411	-28.335	122,8
Otras inversiones	-141.507	-96.785	216,4
<b>Total</b>	<b>-179.221</b>	<b>-105.828</b>	<b>144,2</b>
Errores y omisiones	7.389	11.140	-
Variación de activos del Banco de España	173.521	64.368	59,0

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.

	Importaciones			Exportaciones			Saldo	Tasa de cobertura (%)
	Millones de euros	% variación anual en valor	% participación	Millones de euros	% variación anual en valor	% participación	Millones de euros	
<b>Por grupos de productos</b>								
Energéticos	5.585	13,0	26,1	1.131	6,7	6,3	-4.453	20,3
Bienes de consumo	4.360	-5,3	20,4	5.914	8,9	33,1	1.554	135,6
<i>Alimenticios</i>	1.179	1,4	5,5	2.499	6,7	14,0	1.320	212,0
<i>No alimenticios</i>	3.181	-7,5	14,9	3.415	10,5	19,1	234	107,4
Bienes de capital	1.226	3,1	5,7	1.359	9,1	7,6	133	110,9
Bienes intermedios no energéticos	10.210	7,4	47,8	9.477	7,2	53,0	-733	92,8
<b>Por áreas geográficas</b>								
Unión Europea	9.985	-0,6	46,7	11.353	3,7	63,5	1.368	113,7
<i>Zona del euro</i>	8.294	1,4	38,8	8.934	1,9	50,0	639	107,7
Otros países	11.395	11,9	53,3	6.528	16,0	36,5	-4.867	57,3
<i>Rusia</i>	1.133	128,8	5,3	224	6,5	1,3	-909	19,8
<i>EE. UU.</i>	898	29,4	4,2	647	6,2	3,6	-252	72,0
<i>Japón</i>	219	-23,6	1,0	150	-1,3	0,8	-69	68,7
<i>América Latina</i>	1.806	17,0	8,4	1.034	15,3	5,8	-772	57,3
<i>OPEP</i>	2.867	0,5	13,4	1.182	83,2	6,6	-1.685	41,2
<i>Resto</i>	4.471	3,7	20,9	3.291	5,6	18,4	-1.180	73,6
<b>TOTAL</b>	<b>21.380</b>	<b>5,7</b>	<b>100,0</b>	<b>17.882</b>	<b>7,9</b>	<b>100,0</b>	<b>-3.499</b>	<b>83,6</b>

FUENTES: Ministerio de Economía y Competitividad y elaboración propia.

### Las exportaciones hacia la zona del euro crecen un 1,9% interanual en enero, tras un año de contracción.

zas de bienes y de servicios. En el caso de la primera, la corrección del déficit en 2.972 millones de euros en el último mes del año respondía, en partes prácticamente iguales, al aumento de las exportaciones y la disminución de las importaciones.

De acuerdo con los datos de aduanas referentes a 2013, el déficit de bienes volvió a reducirse en enero, aunque a un ritmo ligeramente inferior debido al aumento del déficit energético. Destaca el repunte de las exportaciones en el primer mes del año, del 7,9% interanual, muy por encima del 3,8% promedio registrado a lo largo del año pasado. Una vez más, las exportaciones fuera de la zona del euro mantuvieron su vigor, con un crecimiento del 14,5% interanual en ese mes. Ello se vio fortalecido por la reactivación de las ventas hacia la

zona del euro, que crecieron un 1,9% interanual en enero, frente a la contracción del 2,7% registrada en el conjunto de 2012. Esperamos que la recuperación gradual de la actividad en la zona del euro y las nuevas mejoras en la competitividad española mantengan esta tendencia durante 2013.

Por lo que se refiere a la balanza de servicios, el incremento del superávit en el mes de diciembre, de 890 millones de euros, se alineó con la senda de crecimiento registrada a lo largo del año pasado. Por un lado, el saldo turístico de diciembre aumentó ligeramente debido, de forma exclusiva, al menor gasto de los españoles en el exterior. Por el otro lado, el componente no turístico volvió a ampliar sus ingresos procedentes del exterior, confirmando como el principal motor del sal-

do de servicios. La debilidad del turismo en los primeros meses de 2013, con una caída del 1,3% respecto al mismo periodo del año anterior, no anticipa un intercambio de papeles a medio plazo.

Como muestra el gráfico de abajo a la derecha, la corrección del déficit de rentas también contribuyó significativamente al ajuste exterior de 2012, especialmente a partir de la segunda mitad del año. El menor pago de rentas hacia el extranjero explicaría esta mejora. Sin duda, una de las principales explicaciones fue el acceso de las instituciones financieras a las subastas de liquidez del Banco Central Europeo (BCE), que permitieron reducir el coste de financiación de la deuda española a lo largo del año pasado.

Este efecto se vio reforzado por otros factores que también favorecieron la reducción del pago de rentas al extranjero. El desapalancamiento del sector privado, las menores tensiones financieras a finales del año pasado y la reducción de la deuda pública en manos de no residentes son algunos de ellos. Asimismo, el menor pago de dividendos por parte de las empresas

españolas en el mes de diciembre también habría contribuido al intenso ajuste del déficit de rentas en ese mes, de 3.593 millones de euros.

Sin embargo, parte de esta mejora podría verse corregida por un aumento del pago de intereses en enero de 2013, lo que deterioraría ligeramente el déficit corriente en ese mes. Algo similar puede ocurrir con el saldo de la balanza de transferencias. Es posible que su intensa corrección del déficit en los dos últimos meses de 2012, de 2.856 millones de euros, respondiera, en parte, a un adelanto en el calendario de transferencias recibidas del exterior. Como consecuencia, en los meses siguientes, los ingresos de esta balanza se podrían ver mermados.

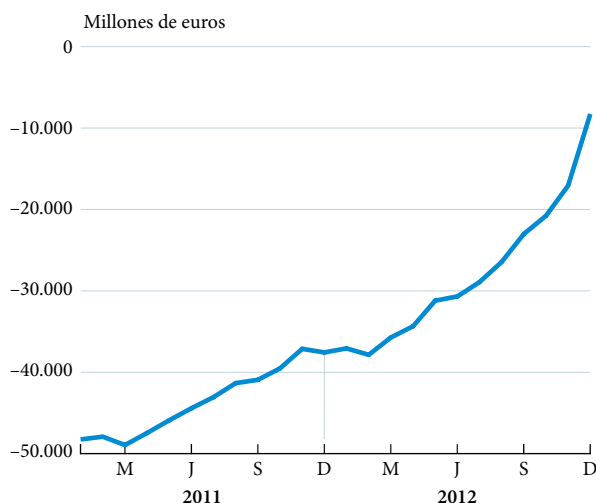
Por lo tanto, es posible que el déficit corriente hubiera aumentado ligeramente a inicios de 2013. A pesar de ello, las tendencias de fondo seguirán presionando hacia una nueva mejora del saldo corriente en 2013, que prevemos que se situará alrededor del 1,0% del PIB español en este año.

**Las subastas de liquidez del Banco Central Europeo reducen el coste de financiación de la deuda española.**

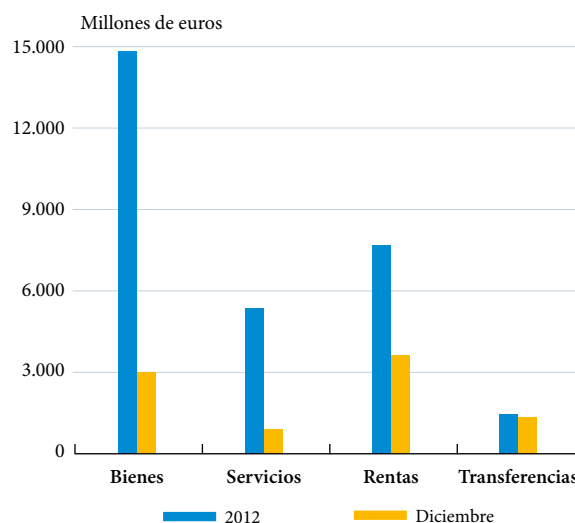
**Esperamos que el saldo corriente registre un superávit cercano al 1% del PIB en 2013.**

## EL AJUSTE DEL DÉFICIT CORRIENTE SE ACELERA EN DICIEMBRE DE 2012

Saldo corriente acumulado en los últimos doce meses



Variación del saldo



FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

## Sector público

**El déficit público de 2012 se revisa hasta el 7,0% del PIB.**

### Pendientes de los nuevos objetivos de déficit

El déficit público español de 2012 fue revisado ligeramente al alza, hasta el 7,0% del producto interior bruto (PIB). El cambio en el tratamiento contable de las devoluciones explica el aumento de 3 décimas respecto a la cifra avanzada por el Gobierno hace un mes. Una vez se contabilizan las pérdidas de las ayudas al sector bancario, el déficit se eleva hasta el 10,6% del PIB. Esta cifra ha sido bien recibida por los principales organismos económicos, que han interpretado positivamente el esfuerzo fiscal del año pasado. Como consecuencia, las presiones sobre los costes de financiación de la deuda pública se han relajado: un contexto propicio para que el Gobierno y la Comisión Europea

(CE) suavicen la senda de corrección fiscal española.

El ritmo de pago de las devoluciones impositivas se vio alterado durante los últimos meses de 2012. Concretamente, entre noviembre y diciembre se redujeron en 4.581 millones de euros respecto a 2011. Como muestra el gráfico siguiente, ello elevó la recaudación tributaria neta del año pasado. Sin embargo, este aumento se vio parcialmente corregido en 2013. Así, el incremento de las devoluciones impositivas durante los dos primeros meses de este año redujo la recaudación tributaria neta en 3.421 millones de euros respecto al mismo periodo de 2012. A pesar de ello, esta demora no afecta al déficit público de 2012 como había computado el Gobierno en primera instancia, ya que, según la nor-

### EL RETRASO DE LAS DEVOLUCIONES REDUCE LOS INGRESOS TRIBUTARIOS EN ENERO DE 2013

Recaudación de los impuestos tributarios acumulada en los últimos doce meses



FUENTES: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas.

mativa de Eurostat, las devoluciones deben ser contabilizadas en el momento de su solicitud y no en el de su pago.

Es por ello que el ajuste del déficit público, sin computar las pérdidas bancarias, fue finalmente de 2,1 puntos porcentuales el año pasado, para situarse a 7 décimas del objetivo acordado con la CE, del 6,3%. El desglose del déficit entre las distintas administraciones públicas muestra divergencias importantes entre ellas. El Estado y las comunidades autónomas (CC. AA.) realizaron un importante ajuste fiscal en 2012. El primero redujo su déficit en 1,3 puntos porcentuales, hasta el 3,8% del PIB español. Por su parte, el déficit de las comunidades disminuyó prácticamente a la mitad, del 3,3% al 1,7% del PIB. Sin embargo, en ambos casos, esta contracción no fue suficiente para alcanzar los objetivos de déficit acordados, con desviaciones de 3 y 2 décimas respectivamente. Este desglose no incluye aún la revisión de tres décimas exigida por Eurostat y que afectará, principalmente, al déficit del Estado.

En cambio, las corporaciones locales y la Seguridad Social sí que cumplieron con los objetivos fiscales establecidos para 2012, aunque sus necesidades de financiación presentaron tendencias muy diferentes. Mientras las corporaciones locales lograron reducir su déficit por segundo año consecutivo, del 0,4% al 0,2% del PIB, el déficit de la Seguridad Social se amplió de nuevo. Concretamente, del 0,1% al 1,0% del PIB español, debido al aumento del gasto en el pago de prestaciones de desempleo y de pensiones.

En resumen, la corrección del déficit del conjunto de las administraciones públicas refleja el importante esfuerzo fiscal llevado a cabo en 2012, máxime tratándose de un año de recesión económica. Sin embargo, la debilidad de la economía, junto con la desaparición este año de algunas medi-

das que ayudaron a corregir las finanzas públicas en 2012 (como la eliminación de la paga extra de Navidad), dificultarán la corrección del déficit este año. Según el Programa de Estabilidad, este debería reducirse hasta el 4,5% del PIB. Es posible que durante las próximas semanas el Gobierno pacte con la CE una relajación de la senda de consolidación fiscal, que podría llegar a situar el nuevo objetivo entre el 5,5% y el 6,0% del PIB. A diferencia de lo ocurrido el año pasado, todo parece indicar que parte de esta flexibilización se trasladará al objetivo de déficit de las CC. AA., actualmente del 0,7% del PIB para 2013. En este sentido, el Gobierno también ha abierto la puerta a establecer objetivos distintos para cada comunidad.

La otra cara de la moneda de la relajación del objetivo del déficit es que se deberá revisar ligeramente al alza la previsión de la deuda pública. Esta, en 2012, ya alcanzaba el 84,4% del PIB, 14,8 puntos más que un año atrás. De hecho, desde el inicio de la crisis, la deuda pública española ya se ha incrementado cerca de 50 puntos porcentuales. Durante los próximos años, esperamos nuevos aumentos que la sitúen alrededor del 95% del PIB.

El incremento asociado del pago de intereses presionará el gasto público durante los próximos años. Tomando como ejemplo 2013, incluso con una reducción del coste de financiación de 2 décimas, la carga de los intereses se incrementaría cerca de medio punto porcentual, hasta el 3,5% del PIB. De hecho, esta mejora del coste medio de la deuda está fundamentada en un escenario de disipación de las tensiones en los mercados de deuda pública y una paulatina reincorporación de Portugal e Irlanda en los canales habituales de financiación. Este escenario no debería peligrar con las actuales turbulencias iniciadas con el rescate de Chipre, aunque está sujeto a una elevada incertidumbre.

**El Estado y las comunidades autónomas lideran el ajuste del déficit público en 2012.**

**El nuevo objetivo de déficit se sitúa en el 4,5% en 2013, aunque podría ser revisado durante los próximos meses.**

**La deuda pública alcanza el 84,4% del PIB en 2012.**

## Ahorro y financiación

**El BCE abre la puerta a que la banca devuelva anticipadamente las LTRO...**

**...y hasta el 20 de marzo se devuelven 235.000 millones de euros.**

### La confianza en el sistema financiero español se va recuperando

Hace algo más de un año, el 8 de diciembre de 2011, el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) adoptó medidas excepcionales para proveer liquidez a los bancos europeos, en un contexto de elevadas tensiones financieras que impedían la correcta transmisión de la política monetaria. Concretamente, el BCE llevó a cabo dos operaciones de financiación a largo plazo, denominadas LTRO por sus siglas en inglés, con un vencimiento a 3 años y con la opción de pago anticipado a partir del primer año.

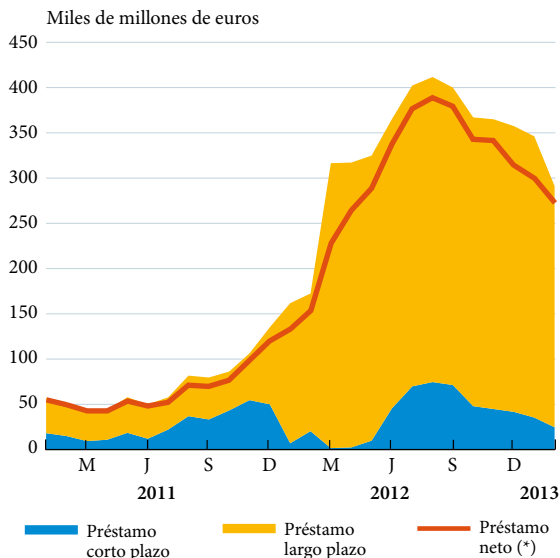
Así, el BCE inyectó cerca de 489.000 millones de euros en la primera operación, el 22

de diciembre de 2011, y unos 529.000 millones de euros en la segunda, el 1 de marzo de 2012. En conjunto, las dos operaciones resultaron en un incremento de más de 480.000 millones de euros de liquidez en el Eurosistema. Según los datos publicados por el Banco de España, los bancos españoles fueron importantes demandantes de financiación a largo plazo, pues el saldo de operaciones de financiación a largo plazo se incrementó de 52.000 millones de euros en noviembre de 2011 hasta los 315.000 millones de euros en marzo de 2012.

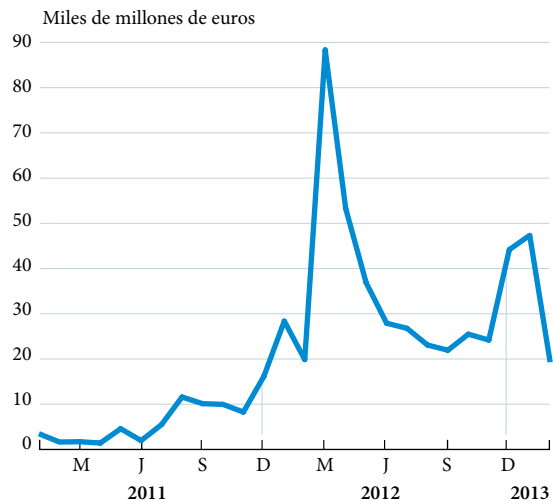
Transcurrido el primer año desde la celebración de estas subastas, los bancos tienen la opción de devolver anticipadamente parte de los fondos obtenidos a través de

### LOS BANCOS DEVUELVEN DE FORMA ANTICIPADA PARTE DE LOS CRÉDITOS A LARGO PLAZO AL BCE

Operaciones de financiación



Facilidad de depósito



NOTA: (\*) Préstamo neto es el total de crédito obtenido del BCE menos el saldo en la facilidad de depósito.  
FUENTE: Banco de España.

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

Enero 2013

	Saldo	Variación año actual		Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%	
A la vista	261.253	-3.773	-1,4	-611	-0,2	19,9
De ahorro	196.308	-2.765	-1,4	-1.143	-0,6	15,0
A plazo	690.912	7.323	1,1	-5.555	-0,8	52,6
En moneda extranjera	19.765	-720	-3,5	2.134	12,1	1,5
<b>Total depósitos</b>	<b>1.168.239</b>	<b>64</b>	<b>0,0</b>	<b>-5.175</b>	<b>-0,4</b>	<b>89,0</b>
<b>Resto del pasivo (*)</b>	<b>144.109</b>	<b>-4.450</b>	<b>-3,0</b>	<b>-37.160</b>	<b>-20,5</b>	<b>11,0</b>
<b>TOTAL</b>	<b>1.312.348</b>	<b>-4.386</b>	<b>-0,3</b>	<b>-42.335</b>	<b>-3,1</b>	<b>100,0</b>

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

las LTRO. A pesar de los focos de incertidumbre procedentes de Chipre y, en menor medida, Italia, la situación actual del sector bancario europeo dista mucho de la de un año atrás. En España, el proceso de reestructuración del sector bancario se encuentra ya muy avanzado y, junto con la gradual reapertura de los mercados de financiación internacionales, ha propiciado

que las necesidades de liquidez se hayan reducido sustancialmente.

En este contexto, los bancos europeos han devuelto 235.000 millones de euros hasta el 20 de marzo, según publica el BCE. Por su parte, los bancos españoles ya llevaban unos meses reduciendo su dependencia de la financiación del Eurosistema, una ten-

**La banca española reduce su dependencia de la liquidez del BCE.**

## CRÉDITO POR FINALIDADES AL SECTOR PRIVADO

Cuarto trimestre de 2012

	Saldo (*)	Variación año actual		Variación 12 meses	
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%
<b>Financiación de actividades productivas</b>					
Agricultura, ganadería y pesca	20.202	-1.580	-7,3	-1.580	-7,3
Industria	131.111	-12.136	-8,5	-12.136	-8,5
Construcción	80.365	-18.182	-18,4	-18.182	-18,4
Servicios	567.893	-112.589	-16,5	-112.589	-16,5
<b>Total</b>	<b>799.571</b>	<b>-144.486</b>	<b>-15,3</b>	<b>-144.486</b>	<b>-15,3</b>
<b>Financiación a personas físicas</b>					
Adquisición y rehabilitación de vivienda propia	633.372	-23.080	-3,5	-23.080	-3,5
Adquisición de bienes de consumo duradero	32.904	-4.782	-12,7	-4.782	-12,7
Otras financiaciones	89.636	-9.656	-9,7	-9.656	-9,7
<b>Total</b>	<b>755.913</b>	<b>-37.517</b>	<b>-4,7</b>	<b>-37.517</b>	<b>-4,7</b>
<b>Otros</b>	<b>48.506</b>	<b>3.439</b>	<b>7,6</b>	<b>3.439</b>	<b>7,6</b>
<b>TOTAL</b>	<b>1.603.990</b>	<b>-178.564</b>	<b>-10,0</b>	<b>-178.564</b>	<b>-10,0</b>
<b>Adquisición de viviendas y actividades inmobiliarias</b>	<b>825.332</b>	<b>-99.541</b>	<b>-10,8</b>	<b>-99.541</b>	<b>-10,8</b>

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

## FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS (1)

Enero 2013

	Saldo	Variación año actual	Variación 12 meses	% participación
	Millones de euros	Millones de euros	% (2)	
Sector privado	1.970.094	-14.957	-5,3	68,7
Empresas no financieras	1.140.451	-10.310	-6,3	39,8
<i>Préstamos de entidades residentes (3)</i>	725.791	-10.228	-8,5	25,3
<i>Valores distintos de acciones</i>	74.188	1.223	13,5	2,6
<i>Préstamos del exterior</i>	340.472	-1.304	-4,9	11,9
Hogares (4)	829.643	-4.647	-3,7	28,9
<i>Préstamos para la vivienda (3)</i>	638.623	-3.549	-3,6	22,3
<i>Otros (3)</i>	187.973	-1.124	-4,3	6,6
<i>Préstamos del exterior</i>	3.047	26	12,1	0,1
Administraciones públicas (5)	896.309	11.893	13,7	31,3
<b>TOTAL</b>	<b>2.866.403</b>	<b>-3.064</b>	<b>1,2</b>	<b>100,0</b>

NOTAS: (1) Residentes en España.

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

(3) Incluyen préstamos titulizados fuera del balance bancario.

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

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

### El exceso de liquidez en la zona del euro sigue siendo abundante.

dencia que se ha acelerado en el mes de febrero gracias a la devolución anticipada de parte de los préstamos LTRO. En particular, el saldo de operaciones de financiación a largo plazo se redujo de 311.000 millones de euros en enero hasta los 267.000 millones de euros, lo que implica una devolución anticipada de unos 44.000 millones de euros.

Es importante remarcar que ello no supone una reducción de la misma magnitud de la liquidez en el Eurosistema, pues los bancos españoles tenían más de 47.000 millones de euros en la facilidad de depósito en enero. En febrero, esta cantidad se redujo hasta los 19.000 millones de euros, lo que indica que 28.000 millones de euros devueltos provenían de la facilidad de depósito del BCE, es decir, no era dinero en circulación. En consecuencia, la apelación neta al BCE en febrero se situó en los 271.000 millones de euros, un 30% menos que el máximo alcanzado en agosto de 2012. Esta reducción de la dependencia de

la financiación del BCE es una muestra más de normalización de las fuentes de financiación del sector bancario.

Por su lado, la principal fuente de financiación bancaria, los depósitos, también han mostrado una mejor evolución en lo que va de año. En enero se ha reducido el saldo de depósitos a la vista, pero ello se ha visto compensado por un incremento de magnitud similar de los depósitos a plazo. De esta forma, los depositantes buscan una mayor rentabilidad de sus ahorros, que se ve mermada en un entorno de bajos tipos de interés y las limitaciones de remuneración impuestas por el Banco de España.

El crédito bancario siguió su tendencia contractiva en enero, con una variación interanual del -10,5%. El incremento del ritmo de retroceso sufrido en el mes de diciembre se debió al efecto estadístico del traspaso de activos a la Sareb por parte de los bancos nacionalizados. No obstante, además, ello también refleja el proceso de

### Los depósitos se mantienen estables en lo que va de año...



desapalancamiento al que están sometidos los hogares y las empresas. El desglose por segmentos, correspondiente al mes de diciembre, muestra una caída generalizada y, sin ser sorprendente, más acusada en el crédito al promotor y en el sector de la construcción, con una variación interanual del -26,2% y del -18,4%, respectivamente.

La morosidad retomó la tendencia creciente en enero, después de la caída de más de un punto porcentual de diciembre por la transferencia de activos dudosos a la Sareb, y se situó en el 10,8%. Los datos por sectores del mes de diciembre mostraron un repunte de la morosidad del crédito a empresas (8,7%) y el crédito al consumo (9,5%). Por su lado, la morosidad hipotecaria presentó un mejor comportamiento y se situó en el 3,8%.

Probablemente los datos de febrero volverán a mostrar una reducción de la morosidad tras el traspaso de crédito inmobiliario a la Sareb por parte de las entidades bancarias del denominado grupo 2, aquellas que tenían necesidades de capital, pero que no lo han podido conseguir de forma privada. Con este traspaso, realizado el 28 de febrero, la Sareb culminó su proceso de constitución. El valor de los activos transmitidos en la segunda fase ascendió a 14.086 millones de euros, lo que sitúa el volumen total en 50.781 millones. También se realizó la ampliación de capital correspondiente, y finalmente el *pool* de inversores en la sociedad está constituido por 28 entidades privadas, con presencia relevante de accionistas extranjeros. Con ello, el reto al que se enfrenta la Sareb de cara a 2013 es iniciar el proceso de enajenación de los activos recibidos.

**...pero el crédito bancario sigue su tendencia descendente.**

# Estudios y Análisis Económico, "la Caixa"

## Publicaciones

Todas las publicaciones están disponibles en Internet: [www.laCaixa.es/estudios](http://www.laCaixa.es/estudios)  
Correo electrónico: [publicacioneseestudios@lacaixa.es](mailto:publicacioneseestudios@lacaixa.es)

### ■ INFORME MENSUAL

Informe sobre la situación económica (disponible también en inglés)

### ■ ANUARIO ECONÓMICO DE ESPAÑA 2012

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

### ■ COLECCIÓN COMUNIDADES AUTÓNOMAS

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

### ■ "la Caixa" ECONOMIC PAPERS

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

### ■ DOCUMENTOS DE TRABAJO

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

**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?**  
Alex 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

**01/2013. Sareb: claves estratégicas**  
Sandra Jódar-Rosell

**02/2013. Vulnerabilidad de las economías emergentes** Alex Ruiz

### ■ ESTUDIOS ECONÓMICOS

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

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

## Consejo Asesor

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

- Pol Antras  
Harvard University
- Philippe Bachetta  
Université de Lausanne
- Ramon Caminal  
Institut d'Anàlisi Econòmica (CSIC)
- Manuel Castells  
Universitat Oberta de Catalunya y University of Southern California
- María Paz Espinosa  
Universidad del País Vasco
- Josefina Gómez Mendoza  
Universidad Autónoma de Madrid
- Massimo Motta  
Barcelona GSE - Universitat Pompeu Fabra
- Joan Enric Ricart  
IESE Business School
- Xavier Sala-Martín  
Columbia University
- Jaume Ventura  
CREI - Universitat Pompeu Fabra

## Área de Estudios y Análisis Económico

- Jordi Gual  
Economista Jefe
- Oriol Aspachs  
Director de Economía Europea
- Enric Fernández  
Director de Análisis Económico
- Avelino Hernández  
Director de Mercados Financieros
- Marta Noguer  
Directora de Economía Internacional

## INFORME MENSUAL

Abril 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...):  
publicacioneseestudios@lacaixa.es

## GRUPO ”la Caixa”: DATOS MÁS RELEVANTES

a 31 de diciembre de 2012

### ACTIVIDAD FINANCIERA

Millones €

Recursos totales de clientes	294.739
Créditos sobre clientes	221.501
Resultado atribuido al Grupo	135

### PERSONAL, OFICINAS Y MEDIOS DE PAGO

Empleados	34.128
Oficinas	6.342
Terminales de autoservicio	9.696
Tarjetas (millones)	12,5

### OBRA SOCIAL: PRESUPUESTO POR ACTIVIDADES PARA 2013

Millones €

Sociales	334
Ciencia y medio ambiente	67
Culturales	64
Educativas e investigación	35
<b>TOTAL PRESUPUESTO</b>	<b>500</b>



## ”la Caixa” Research en Twitter

@laCaixaResearch

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

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

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

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

