

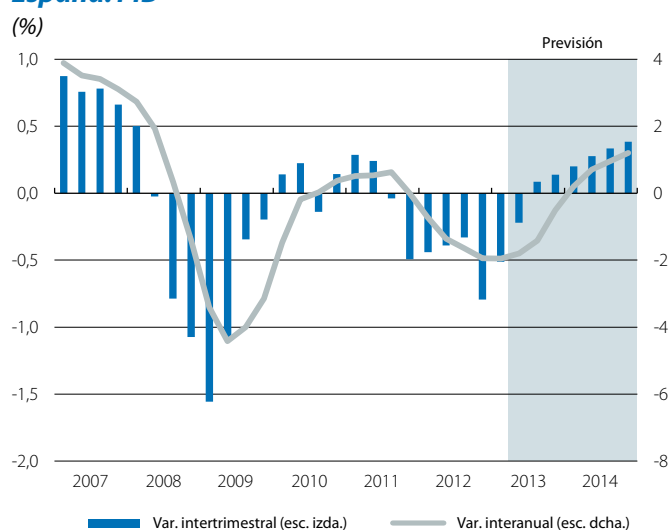
ECONOMÍA ESPAÑOLA

La intensidad de la recesión se va atenuando. El conjunto de indicadores, tanto de actividad como de confianza, presentan unos registros ligeramente mejores de los que presentaban a finales de 2012. Sin embargo, en marzo y abril han perdido el vigor con el que empezaron el año. Esto, de momento, no es motivo de preocupación, por lo que mantenemos nuestra previsión de crecimiento para 2013 en el $-1,4\%$, con un primer semestre en el que todavía se anotarán tasas de crecimiento negativas, y una segunda parte del año en la que gradualmente se irán afianzando los avances. Este escenario es similar al nuevo cuadro de previsiones del FMI, en el que figura una caída del PIB del $1,6\%$ para este año y un crecimiento del $0,7\%$ para el próximo. Con todo, el FMI advierte que los riesgos en el medio plazo son notables y hace especial hincapié en la importancia de mantener la agenda de reformas estructurales al día.

En el primer trimestre, la contracción del PIB fue del $0,5\%$ intertrimestral, 3 décimas menos que en el trimestre anterior (en línea con nuestra previsión). Esta evolución más favorable es atribuible, fundamentalmente, al menor retroceso de la demanda interna: tras un cuarto trimestre muy negativo por el adelanto de las compras y la inversión que provocó el aumento del IVA en septiembre y la supresión de la paga extraordinaria a los funcionarios, esta ha recuperado un poco el terreno perdido. Esto se ha visto acompañado por una mejora de la confianza de los consumidores, que subió más de 8 puntos, desde el mínimo de -40 alcanzado en diciembre hasta el $-31,9$ de marzo.

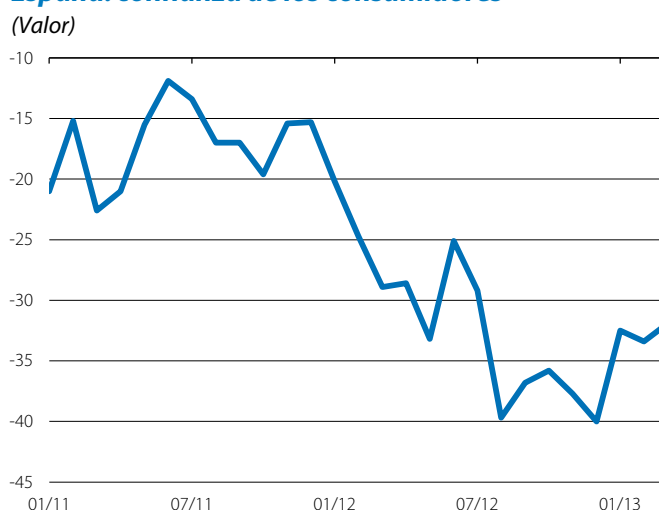
Los indicadores de actividad fueron de más a menos en el primer trimestre. Tras las esperanzadoras subidas experimentadas al inicio del año, en marzo deshicieron parte del camino recorrido. Por ejemplo, el índice PMI de gestores de compras del sector manufacturero alcanzó los 46,8 puntos en febrero, y en marzo retrocedió hasta los 44,2 puntos, un valor ligeramente inferior al promedio del cuarto trimestre. El deterioro es, en gran medida, producto de los nuevos focos de incertidumbre provenientes de Italia y Eslovenia, dos elementos que deberían resolverse favorablemente en el corto plazo. En Italia se ha reelegido a Giorgio Napolitano, de 87 años, al frente de la presidencia del país y Enrico Letta ha recibido la difícil tarea de liderar un Gobierno de consenso. No se esperan grandes avances en la agenda de reformas, que por otro lado sí necesita el país transalpino de forma urgente, pero el desbloqueo político debería ser suficiente como para que Italia ceda protagonismo. Eslovenia, con un sector bancario público con serios problemas de insolvencia, es altamente probable que se vea forzada a pedir ayuda financiera al MEDE en el corto plazo. Sería sorprendente que se volvieran a repetir los errores cometidos en el caso chipriota, por lo que a priori no hay motivos para pensar que ello pueda volver a tensionar los mercados financieros.

España: PIB



Fuentes: INE y elaboración propia.

España: confianza de los consumidores



Fuente: Comisión Europea.

España: índice PMI



Fuente: Markit.

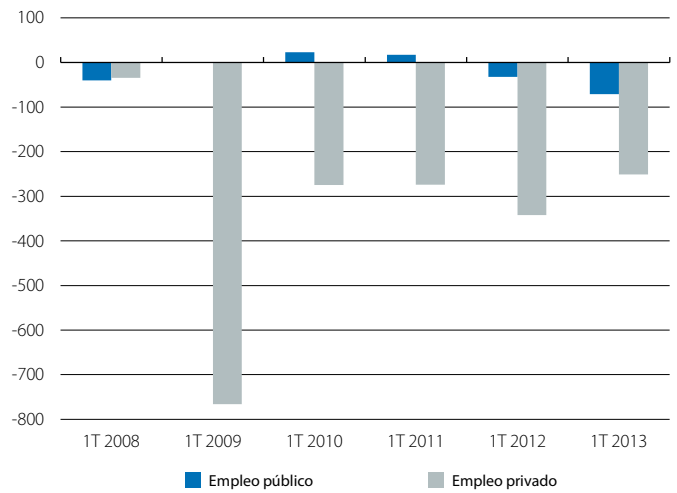
El mercado laboral presenta una evolución favorable dentro de la gravedad. En conjunto, el número de ocupados descendió en 322.300 personas en el primer trimestre, un retroceso algo inferior al registrado en el mismo periodo del año anterior. Es interesante el desglose entre la evolución del sector privado y el sector público. El ajuste en este último empezó más tarde y, de momento, no hay indicios de que esté tocando fondo. En el sector privado el descenso que se ha producido, aun siendo importante, ha sido el menor de los últimos cuatro años. La valoración del aumento del número de parados, en 237.400 personas, es similar: aunque no se puede evaluar la cifra positivamente, es uno de los mejores primeros trimestres de los últimos 6 años. Solo en el primer trimestre de 2011 el aumento del número de parados fue inferior, aunque la diferencia es pequeña. Tanto las cifras de ocupados como las de parados, por lo tanto, vienen acompañadas de un mensaje clave: la recesión todavía está presente y se hace notar en el mercado de trabajo, pero parece que va perdiendo fuerza. Otro dato relevante de la EPA ha sido el descenso de la población activa, en 85.000 personas; ello ha situado la tasa de paro en el 27,2%, 1,1 puntos porcentuales por encima del registro del trimestre anterior.

Las expectativas de contratación empiezan a recuperar el terreno perdido. A pesar de que se han mantenido muy débiles desde que empezó la recesión, en los últimos meses, sin embargo, han iniciado una interesante tendencia alcista acorde con la mejora de los indicadores de actividad. En el sector de la industria, que es donde más cayeron, ya llevan 7 meses recuperándose, mientras que en el sector servicios es un fenómeno más reciente. Aunque el ritmo al que están aumentando parece algo lento, de mantenerse, los indicadores se situarían en terreno positivo a finales de este año. En el corto plazo, por lo tanto, parece difícil que el mercado de trabajo presente mejoras estructurales. Los movimientos que observaremos en los próximos trimestres estarán dominados, sobre todo, por factores estacionales. Pero si se va confirmando este cambio de tendencia, el año que viene podría ser el de la estabilización del mercado de trabajo.

El apoyo de las exportaciones hacia fuera de la eurozona es clave. El peso de las exportaciones españolas a la zona euro ha pasado de estar por encima del 60% a estar por debajo del 50% en solo 8 años. El fuerte ritmo de crecimiento que han mantenido las exportaciones ha sido determinante para amortiguar, en parte, el impacto de la recesión (véase Focus «España: diversifica y exportarás», en el capítulo de Economía Española del presente Informe Mensual). Por esto preocupa especialmente que los síntomas de debilidad que se han observado en los recientes indicadores de actividad de forma más o menos generalizada a nivel global se traduzcan en una reducción de las exportaciones extracomunitarias. De momento, no hay signos de que esto esté ocurriendo. De hecho, los pedidos industriales de fuera del área del euro aumentaron un 14,2% interanual en febrero, un punto más que en enero. Lo que sí es conocido es la debilidad de los pedidos nacionales y del resto de países de la zona del euro (-9,2% y -2,6% interanual, respectivamente) que, de momento,

España: evolución del empleo

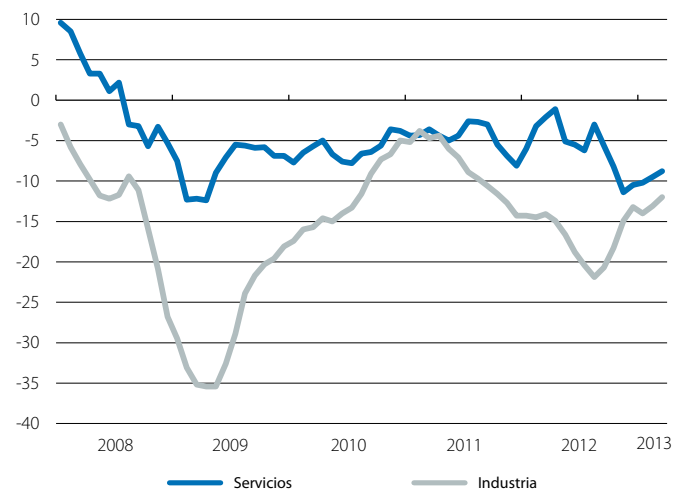
Variación intertrimestral (miles de empleados)



Fuente: INE.

España: expectativas de contratación

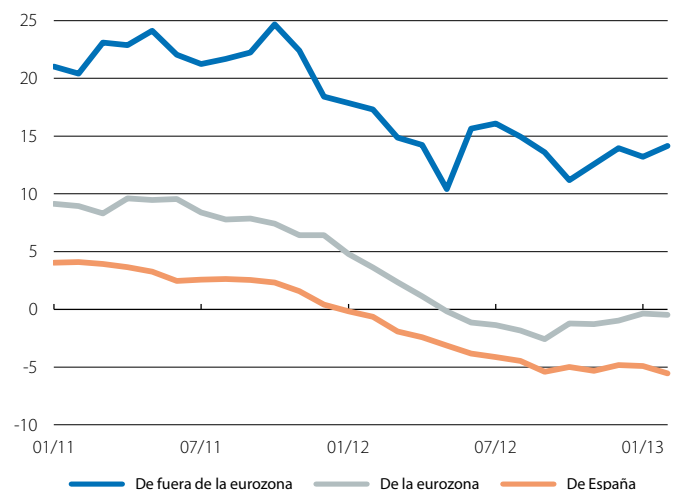
Media móvil 3 meses (valor)



Fuente: Comisión Europea.

España: pedidos industriales

Datos acumulados de 12 meses, variación interanual (%)



Fuente: INE.

siguen sin dar señales de querer levantar cabeza, aunque deberían hacerlo pronto si la recuperación va ganando tracción.

El menor ritmo de consolidación fiscal también ayudará. El Gobierno, con el apoyo de la CE y el FMI, ha relajado la senda de consolidación fiscal y ha pospuesto hasta 2016 la reducción del déficit por debajo del 3% del PIB. Para este año, el Programa de Estabilidad presentado contempla un ajuste del déficit de 7 décimas, hasta el 6,3% (frente al 4,5% anterior). Esto ha sido acompañado por el anuncio de nuevas reformas estructurales que pretenden aumentar la capacidad de crecimiento de la economía a largo plazo y mejorar la sostenibilidad de las cuentas públicas. Destacan la desindexación de los salarios a la tasa de inflación de los ocupados en la Administración pública, la creación de un grupo de trabajo para reformar el sistema de pensiones y la racionalización de la administración local. (Véase Focus «El ritmo de consolidación fiscal se relaja, el esfuerzo no», en el capítulo de Economía Española del presente Informe Mensual para un análisis más detallado).

El cambio en la política fiscal recibe el apoyo de los mercados. A finales de abril, el Tesoro colocó letras a 3 meses al menor tipo de interés de la serie histórica y la prima de riesgo bajó de los 300 puntos básicos. Además, las expectativas de una posible bajada del tipo de interés rector por parte del BCE y la entrada de liquidez proveniente de Japón hacen prever que la mejora de las condiciones de financiación permanecerá en los próximos meses.

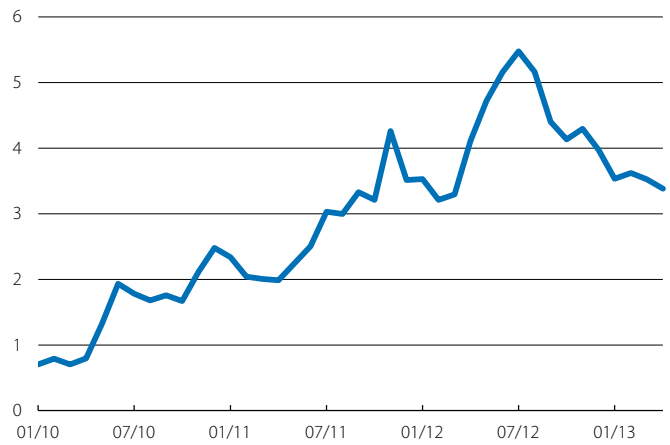
La confianza en el sector bancario se va afianzando poco a poco. En marzo, los bancos españoles redujeron su dependencia de la financiación del BCE hasta los 260.000 millones de euros. La reapertura de los mercados de financiación mayorista y los avances en el proceso de saneamiento del sector bancario hacen prever que esta tendencia continuará en los próximos meses. Los depósitos de hogares y empresas en los bancos españoles siguen incrementándose, con una preferencia por los depósitos a plazo, que han aumentado en 9.000 millones de euros en los dos primeros meses del año. 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 en la remuneración fijadas por el Banco de España.

El ajuste del crédito avanza de acuerdo con el débil pulso de la economía. La financiación al sector privado siguió su tendencia contractiva en febrero, con una variación interanual del -5,8%, lo que refleja el proceso de desapalancamiento al que están sometidos los hogares y las empresas. Solamente se incrementa la financiación al sector público, con un crecimiento en febrero del 13,7% interanual. La tasa de morosidad descendió en febrero hasta el 10,4% por el traspaso de activos a la Sareb por parte de los bancos que han recibido ayudas públicas.

El crédito volverá a fluir a la economía real a medida que se afiance la recuperación económica. De momento, la capacidad crediticia del sector bancario sigue limitada por la elevada incertidumbre, pero el saneamiento del sector debería ayudar a restituir la oferta de crédito en los próximos trimestres. Más preocupante es la evolución de la demanda de crédito, que continúa contrayéndose.

España: prima de riesgo

Diferencial de rentabilidad bonos 10 años España-Alemania Promedio mensual (%)



Fuente: Bloomberg.

España: depósitos de los hogares

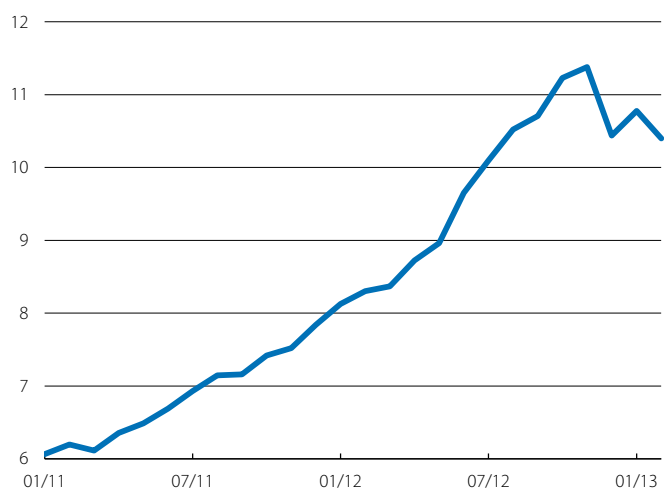
Variación interanual (%)



Fuente: Banco de España.

España: tasa de morosidad bancaria

Créditos dudosos sobre el total del crédito (%)



Fuente: Banco de España.