

Informe Mensual



LOS RESCATES DE LA ZONA DEL EURO

Lecciones latinoamericanas para una crisis europea Pág. 18

La crisis de la deuda latinoamericana en los ochenta arroja enseñanzas relevantes para la resolución de la crisis europea

Los planes de rescate de Grecia, Portugal e Irlanda Pág. 24

Cada plan debe adaptarse a las peculiaridades específicas de cada país

¿Una tragedia griega? Pág. 32

El nuevo rescate a Grecia no despeja las dudas sobre su futuro

El sistema financiero irlandés: de héroe a villano Pág. 46

Hasta ahora, el Gobierno de Irlanda ha destinado más del 20% del PIB a rescatar a sus bancos, ¿hasta dónde llegará?

Previsiones

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

	2009	2010	2011	2010				2011	
				I	II	III	IV	I	II
ECONOMÍA INTERNACIONAL									
Previsiones									
Producto interior bruto									
Estados Unidos	-3,5	3,0	1,7	2,2	3,3	3,5	3,1	2,2	1,5
Japón	-6,3	4,0	-0,4	5,5	3,3	4,8	2,5	-0,7	-0,9
Reino Unido	-4,9	1,3	1,6	-0,4	1,5	2,5	1,5	1,6	1,4
Zona del euro	-4,1	1,7	1,7	0,8	2,0	2,0	2,0	2,5	1,7
<i>Alemania</i>	-5,1	3,6	2,9	2,4	4,1	4,0	3,8	4,6	2,8
<i>Francia</i>	-2,6	1,4	1,7	1,0	1,5	1,6	1,4	2,1	1,6
Precios de consumo									
Estados Unidos	-0,3	1,6	3,0	2,4	1,8	1,2	1,2	2,2	3,3
Japón	-1,4	-0,7	0,3	-1,1	-0,9	-0,8	0,1	0,0	0,1
Reino Unido	2,2	3,3	4,3	3,3	3,4	3,1	3,4	4,1	4,4
Zona del euro	0,3	1,6	2,5	1,1	1,5	1,7	2,0	2,5	2,7
<i>Alemania</i>	0,4	1,1	2,2	0,7	1,0	1,2	1,5	2,1	2,3
<i>Francia</i>	0,1	1,5	2,0	1,3	1,6	1,5	1,6	1,8	2,1
ECONOMÍA ESPAÑOLA									
Previsiones									
Agregados macroeconómicos									
Consumo de los hogares	-4,3	1,3	0,7	-0,3	2,1	1,5	1,6	0,7	-0,2
Consumo de las AAPP	3,2	-0,7	-0,3	-1,1	-0,1	-0,7	-0,9	2,6	-1,0
Formación bruta de capital fijo	-16,0	-7,5	-5,0	-10,5	-6,7	-6,7	-6,1	-6,0	-6,7
<i>Bienes de equipo</i>	-24,8	1,9	0,8	-4,6	8,7	2,4	1,2	0,3	-3,7
<i>Construcción</i>	-11,9	-11,1	-8,2	-11,4	-11,3	-11,2	-10,6	-10,4	-9,3
Demanda nacional (contr. al Δ PIB)	-6,4	-1,2	-0,8	-3,1	-0,3	-0,7	-0,6	-0,4	-1,9
Exportación de bienes y servicios	-11,6	10,3	9,7	9,4	11,9	9,4	10,5	12,1	8,4
Importación de bienes y servicios	-17,8	5,5	3,2	2,0	9,6	5,0	5,3	6,3	-1,7
Producto interior bruto	-3,7	-0,1	0,8	-1,4	0,0	0,2	0,6	0,9	0,7
Otras variables									
Empleo	-6,6	-2,3	-0,8	-3,9	-2,4	-1,6	-1,4	-1,4	-1,0
Tasa de paro (% población activa)	18,0	20,1	20,8	20,0	20,1	19,8	20,3	21,3	20,9
Índice de precios de consumo	-0,3	1,8	3,2	1,1	1,6	1,9	2,5	3,5	3,5
Costes laborales unitarios	1,0	-1,5	-1,0	-0,9	-0,9	-1,9	-2,3	-1,5	-1,5
Saldo operaciones corrientes (% PIB)	-5,5	-4,5	-4,3	-6,0	-5,1	-3,7	-3,2	-6,4	-2,9
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	-5,1	-3,9	-3,7	-5,3	-4,4	-3,1	-2,6	-5,9	-2,4
Saldo público (% PIB)	-11,1	-9,2	-6,4						
MERCADOS FINANCIEROS									
Previsiones									
Tipos de interés internacionales									
Fed Funds	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Repo BCE	1,2	1,0	1,3	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,3
Bonos EEUU 10 años	3,2	3,2	2,9	3,7	3,5	2,8	2,8	3,4	3,2
Bonos alemanes 10 años	3,3	2,8	2,8	3,2	2,8	2,4	2,6	3,2	3,1
Tipos de cambio									
\$/Euro	1,39	1,33	1,41	1,38	1,27	1,29	1,36	1,37	1,44

Índice

- 1 Editorial**
- 2 Resumen ejecutivo**
- 6 Coyuntura internacional**
 - 6 Estados Unidos
 - 10 Japón
 - 13 China
 - 14 Brasil
 - 15 México
 - 17 Materias primas
- 18 Lecciones latinoamericanas para una crisis europea**
- 21 Unión Europea**
 - 21 Zona del euro
 - 24 Los planes de rescate de Grecia, Portugal e Irlanda**
 - 27 Alemania
 - 28 Francia
 - 30 Italia
 - 32 ¿Una tragedia griega?**
 - 34 Reino Unido
 - 35 Europa emergente
- 37 Mercados financieros**
 - 37 Mercados monetarios y de capital
- 46 El sistema financiero irlandés: de héroe a villano**
- 50 Coyuntura española**
 - 50 Actividad económica
 - 54 Mercado de trabajo
 - 58 Precios
 - 63 Sector exterior
 - 66 Sector público
 - 68 Ahorro y financiación

Los rescates de la zona del euro

Grecia, Irlanda y Portugal han obtenido apoyo financiero del resto de la Unión Europea y del Fondo Monetario Internacional, ante la imposibilidad de acceder a la financiación privada en condiciones razonables. La contrapartida es aplicar unos planes de ajuste que permitan sanear las finanzas públicas y volver a una senda de crecimiento. Al frenar y revertir el deterioro económico y financiero de estos países se debería contener el contagio de la crisis a otros miembros de la eurozona y evitar que se convierta en un riesgo para la supervivencia del euro.

El punto de partida se remonta al otoño de 2009, cuando se supo que las cifras presupuestarias del Estado griego no respondían a la realidad. La situación insostenible en las finanzas públicas fue ocultada mediante irregularidades contables. Cuando afloró la realidad, las dudas sobre la capacidad de la economía helena de hacer frente al pago de la deuda pública se dispararon. Ante el callejón sin salida en el que se encontraba Grecia, a principios de mayo de 2010 se instrumentó un rescate de 110.000 millones de euros. A cambio, Grecia se comprometía a ajustar su economía y sus finanzas públicas: subida de impuestos, reducción del sueldo y de las plantillas de los funcionarios públicos, reducción de las pensiones y lucha contra el fraude fiscal. Numerosas huelgas generales han acompañado la implementación de dichas medidas.

Pese al esfuerzo por atajar la crisis, el caso griego desencadenó una corriente de desconfianza en los mercados financieros hacia las economías de la zona del euro en peor situación. La víctima siguiente fue Irlanda, que en noviembre de 2010 tuvo que ser rescatada. A diferencia del caso de Grecia, los problemas irlandeses venían del desajuste de su sector inmobiliario y de la sobredimensión de su sector bancario. Los 85.000 millones de la ayuda financiera se dirigen fundamentalmente a recapitalizar, reestructurar y reducir el tamaño del sector bancario. La contrapartida: subida de impuestos, reducción de la nómina del sector público, recorte del gasto social, etc. La siguiente ficha en caer fue Portugal, cuando a principios de abril de 2011 solicitó la activación del mecanismo de apoyo financiero: 78.000 millones de euros. El deterioro de sus finanzas públicas, la paulatina pérdida de competitividad a lo largo de los últimos años y el creciente desequilibrio exterior convirtieron a la economía lusa en otra víctima propiciatoria de las turbulencias financieras.

Los resultados de los planes de saneamiento y rescate son dispares. En el caso de Portugal, es todavía pronto para el juicio, ya que no se puso en marcha hasta mayo de 2011. Irlanda evoluciona favorablemente, al haber estabilizado su sistema financiero y al realizar avances en el ámbito macroeconómico. Grecia es el caso más problemático, puesto que la economía apenas mejora y el acceso al mercado de capitales sigue cerrado, por lo que ha habido que instrumentar un nuevo programa de ayuda, esta vez por importe de 109.000 millones de euros.

Muchos se preguntan si las duras condiciones de ajuste exigidas por los planes de rescate no consiguen otra cosa que deteriorar aún más la economía, complicando así el ajuste de las finanzas públicas. Lo cierto es que los miembros de la zona del euro, privados de los instrumentos monetario y cambiario, ineludiblemente deben cargar el ajuste sobre la economía real. Pero incluso disponiendo de autonomía monetaria y cambiaria, en las condiciones actuales el ajuste real es inevitable, como lo demuestra el caso británico e incluso el estadounidense. Un plan de ajuste y reformas razonable, realista, equilibrado y que ponga énfasis en la recuperación de la competitividad es la mejor fórmula para recobrar la confianza de los inversores y restaurar los desequilibrios que nunca debían haberse producido.

RESUMEN EJECUTIVO

La crisis de la deuda soberana y el enfriamiento de las expectativas de crecimiento, protagonistas de agosto.

Agosto caliente en los mercados financieros

Las nuevas embestidas de la crisis de la deuda soberana europea y el enfriamiento de las previsiones de crecimiento han protagonizado la actualidad económica de agosto. Ante la incertidumbre desencadenada por esta situación, los inversores han optado por buscar refugios seguros, provocando fuertes caídas de las bolsas. Estas tensiones pueden prolongarse por algún tiempo, pero parece razonable esperar que se vayan diluyendo, de manera que las perspectivas para el medio y largo plazo deberían estar caracterizadas por el retorno a tasas de expansión positivas y la recuperación de la confianza de los inversores.

En julio se instrumenta un nuevo rescate para Grecia...

En julio, la Unión Europea (UE) decidió instrumentar un segundo programa de rescate para la economía griega, visto que el primero –activado en mayo de 2010– no estaba consiguiendo los objetivos perseguidos. La financiación ofrecida a Grecia en esta ocasión asciende a 109.000 millones de euros, que se suman a los 110.000 millones de 2010, y en la misma también interviene el Fondo Monetario Internacional. Además, se mejoran las condiciones de los préstamos, la UE se compromete a aumentar las inversiones de los fondos estructurales en el país heleno y se ofrece al sector privado participar voluntariamente en el rescate. El efecto de dicha decisión fue benéfico para las primas de riesgo de los países periféricos, que cedieron posiciones.

...pero las turbulencias no se detienen.

Pero la tregua duró poco. La incertidumbre sobre la implementación efectiva de los acuerdos provocó que el temor al contagio se adueñara una vez más del sentimiento

de los mercados, con las miras apuntando a Italia y España. En ambos casos, el progresivo aumento del coste de financiación en los mercados internacionales llevó a las primas de riesgo a los niveles máximos desde que se creó el euro y las rentabilidades superaron el 6% en el caso de los bonos a diez años. La necesidad de atajar la peligrosa trayectoria de las primas de riesgo de la deuda de los países de la zona del euro precipitó la intervención del Banco Central Europeo (BCE) en los mercados secundarios comprando bonos de Italia y España. Esta compra de bonos ya se produjo en los casos de los países intervenidos y suscita controversia en el seno del BCE, ya que su habilitación para dichas operaciones es discutida. Sin embargo, no parece haber alternativa, ante la inexistencia de otra institución que pueda desempeñar ese papel.

Desde el ámbito político, a mediados de agosto los líderes de las dos principales economías de la zona del euro apuntaron propuestas ambiciosas para incrementar la coordinación económica europea. Merkel y Sarkozy propusieron una regla de oro presupuestaria para que todos los países miembros de la eurozona incorporen en sus constituciones un límite de déficit público. Además, Francia y Alemania se comprometieron a armonizar sus impuestos de sociedades a partir de 2013. Finalmente, se propuso la creación de un gobierno económico de la zona del euro formado por los jefes de gobierno y dirigido por un presidente permanente. Estas propuestas para una mayor coordinación económica en la zona del euro fueron acogidas con frialdad por los mercados y con reservas por el resto de países, reticentes a ceder soberanía presupuestaria a un eventual gobierno económico europeo.

La creciente incertidumbre ante un posible contagio de la crisis a otras economías y la difícil implementación de los rescates a los países ya afectados han seguido debilitando el sentimiento de los inversores. En este contexto, el sector financiero está siendo el más perjudicado, a pesar de que el segundo examen de resistencia realizado al sector en la zona del euro resultara más satisfactorio que el elaborado un año atrás. Aspectos como la elevada exposición de la banca a la deuda periférica y las noticias relativas a la reforma de la regulación (que incidiría sobre mayores requerimientos de solvencia y liquidez) están afectando negativamente a la cotización de los bancos. En cambio, los valores considerados tradicionalmente como seguros o «refugio» en tiempo de turbulencias han acumulado fuertes ganancias, como el oro o el franco suizo. También la deuda pública estadounidense y alemana se han visto beneficiadas por la demanda de valores seguros, de manera que su rentabilidad ha caído hasta cerca del 2% en el caso de los bonos a 10 años, entre tres cuartos y un punto porcentual por debajo del nivel de principios de año.

De todas formas, la evolución de los mercados financieros en las últimas semanas responde no solo a la incertidumbre sobre la deuda soberana periférica europea sino también a la creciente incertidumbre sobre la evolución cíclica de las principales economías. Tras un primer trimestre del año relativamente satisfactorio en términos de crecimiento, los resultados del segundo han sido decepcionantes y los indicadores correspondientes al tercer trimestre, escasos aún, no auguran una mejora clara.

En el caso de Estados Unidos, la evolución de la primera economía mundial ha estado marcada este mes de agosto por la constatación de que el crecimiento es más débil de lo que se creía. Ello ha llevado a la Fed, el banco central estadounidense, a anunciar explícitamente que prevé mantener los tipos de interés de referencia en los niveles

actuales, prácticamente en el 0%, por lo menos hasta mediados de 2013, sin excluir la posibilidad de una tercera expansión cuantitativa. El anuncio se produjo tras conocerse que el crecimiento del producto interior bruto (PIB) del segundo trimestre fue de un 0,3% intertrimestral, un 1,6% interanual. Este avance modesto, unido a la drástica revisión a la baja del crecimiento del primer trimestre, que pasó del 0,5% previamente anunciado a un mínimo 0,1% intertrimestral, nos obliga a cambiar la previsión para el conjunto de 2011, que se sitúa ahora en torno al 1,6%. Hay que recordar que a principios del año corriente el consenso para 2011 superaba el 3%, lo que da una idea del cambio de escenario macroeconómico operado en los últimos meses.

En la zona del euro, el PIB creció un 0,2% intertrimestral en el segundo trimestre, inferior al 0,8% del primer trimestre, con lo que el crecimiento interanual desciende desde el 2,5% al 1,7%. Todavía no se dispone del desglose del crecimiento, pero geográficamente, el estancamiento de Francia y el crecimiento inferior a lo esperado de Alemania (0,1%) han sido determinantes en dicho resultado. Hasta cierto punto se esperaba un ritmo de avance inferior, ya que el presentado en el primer trimestre fue excepcionalmente alto. Sin embargo, la desaceleración ha sido más intensa de lo que esperábamos y nos obliga a rebajar dos décimas el crecimiento para el conjunto del año, hasta el 1,7%. También corregimos las previsiones relativas al escenario de tipos de interés, al anticipar una pausa en la senda de subidas del tipo de intervención del BCE hasta mediados de 2012. En todo caso, esperamos una paulatina remisión de las tensiones financieras a medida que se implementen el nuevo paquete de asistencia a Grecia y la flexibilización de la Facilidad Europea de Estabilización Financiera.

En el caso de España, el PIB del segundo trimestre ha puesto de manifiesto también un cierto enfriamiento de la economía, si

Los valores bancarios se ven afectados negativamente, mientras los inversores buscan refugios seguros.

Revisamos a la baja la previsión de crecimiento para Estados Unidos...

...y lo mismo para la zona del euro.

El crecimiento de la economía española en el segundo trimestre es débil y concentrado en el sector exterior.

bien ello ya estaba descontado. De hecho, el comportamiento del sector exterior ha sido mejor de lo que esperábamos, lo que nos motiva a elevar el crecimiento previsto para el conjunto de 2011 hasta el 0,8%, previsión próxima a la que publicábamos a principios de año.

El avance intertrimestral del PIB en el segundo trimestre fue del 0,2%, una décima por debajo del registrado en el primer trimestre, hecho que comportó que la tasa de crecimiento interanual se desacelerara una décima hasta el 0,7%. El debilitamiento de la actividad era previsible tras la lectura de los diferentes indicadores de oferta y demanda del segundo trimestre y el agravamiento de la crisis de la deuda soberana en la zona del euro. La desaceleración de la actividad responde a un retroceso significativo de la demanda nacional, más intenso que el registrado en el periodo anterior, que resta casi dos puntos porcentuales de PIB. En este contexto, la concentración del gasto en el segundo trimestre de 2010, por el efecto de anticipación de las compras de las familias ante la subida del IVA en el mes de julio y el inminente fin de las ayudas directas a la adquisición de automóviles, explica que la tasa interanual del consumo privado en el segundo trimestre se haya situado en un -0,2%. Por el contrario, la demanda exterior neta elevó su aportación positiva al crecimiento del PIB trimestral, de 1,3 a 2,6 puntos. Por tanto, fue nuevamente el sector exterior el motor del crecimiento en este segundo trimestre, si bien cabe alertar de que tanto las exportaciones como las importaciones de bienes y servicios se desaceleraron, más intensamente estas últimas.

En el segundo trimestre, el empleo creció en unas 150.000 personas, en buena medida por las características estacionales del periodo (inicio de la temporada turística), permitiendo que la tasa interanual se situara cerca del -1%. Ello supone que en el último año se hayan destruido alrededor de 170.000 empleos y únicamente el sector de servicios

de mercado es el que está generando puestos de trabajo netos. En cuanto a la tasa de paro, se sitúa en el 20,9%. Cabe señalar el hecho de que el paro de larga duración continúa aumentando y ya representa el 48% del total de desempleados. Se trata de un dato negativo ya que en igualdad de condiciones este colectivo tiene una probabilidad sustancialmente menor de encontrar empleo en relación con el resto de parados.

Un dato positivo de la coyuntura de los últimos meses es la moderación de la inflación. La tasa de variación interanual del IPC disminuyó una décima hasta el 3,1% en el mes de julio, recortando un trecho notable desde el 3,8% de abril. La absorción del impacto que tuvo en los precios el aumento del IVA en julio del año pasado y la relativa moderación de los precios de los hidrocarburos en las últimas semanas explican esta evolución. La inflación subyacente, que excluye los alimentos no elaborados y la energía, se situó en el 1,6%.

La información disponible sobre el tercer trimestre es muy limitada, pero todo sugiere que en los próximos meses no mejorará el ritmo de crecimiento de la actividad. Es significativo el retroceso generalizado de los indicadores de confianza en el mes de julio, especialmente de la industria, así como los índices de gestores de compras. El menor crecimiento previsto ahora para las principales economías avanzadas pone en riesgo la muy favorable contribución del sector exterior al crecimiento del PIB. En definitiva, la evolución económica de los últimos meses perfila una recuperación frágil en la segunda mitad del ejercicio. Las nuevas decisiones de política económica, adoptadas a finales de agosto, relativas a las finanzas públicas y al mercado de trabajo, además de la propuesta de incluir en la Constitución el principio de estabilidad presupuestaria, deberían favorecer la confianza en la economía y permitir encarar 2012 con un pulso más firme.

26 de agosto de 2011

Continúa la destrucción de empleo, pero la inflación mejora.

Perspectivas discretas para el segundo semestre.

CRONOLOGÍA

2010

- septiembre** 9 El Congreso de los Diputados aprueba la **reforma laboral**.
24 El Gobierno aprueba el proyecto de **Presupuestos Generales del Estado para 2011**, que suponen un intenso ajuste destinado a reducir el déficit público.
29 Jornada de **huelga general**, convocada en contra de la reforma laboral.
- octubre** 20 Amplia remodelación del **Gobierno de España**.
- noviembre** 19 El Gobierno establece un **calendario legislativo** que incluye la **reforma de las pensiones y de la negociación colectiva**.
24 **Irlanda** presenta un **plan de ajuste** con severas medidas de recorte del déficit público a fin de recibir las **ayudas financieras** de la UE y del FMI.
- diciembre** 3 El Gobierno aprueba un paquete de **medidas de política económica** que incluye, entre otras, la privatización parcial de las Loterías y Apuestas del Estado y de la sociedad estatal AENA, así como el aumento de la fiscalidad sobre el tabaco.
16 El Consejo Europeo acuerda la creación de un **Mecanismo de Estabilidad Financiera** en 2013, que sustituirá al actual fondo de rescate, y la ampliación del capital del Banco Central Europeo.

2011

- enero** 1 Nueva ampliación de la **zona del euro**, con la entrada de Estonia, hasta diecisiete estados miembros.
14 Caída del régimen de Ben Ali en Túnez, primer eslabón de una cadena de **cambios políticos** en el Norte de África y Oriente Medio, con repercusiones en el precio del petróleo.
- febrero** 2 Firma del **Acuerdo Social y Económico** por parte del Gobierno, sindicatos y patronal, incluyendo la reforma de las pensiones.
18 El Gobierno aprueba un Decreto-ley que refuerza la solvencia de las **entidades de crédito**.
- marzo** 25 Se aprueba el **Pacto por el Euro Plus** y se ponen las bases para el establecimiento del **Mecanismo Europeo de Estabilidad** en el Consejo Europeo.
- abril** 7 El **Banco Central Europeo** sube el tipo de interés oficial al 1,25%.
- mayo** 17 El Consejo de Ministros de Economía y Finanzas de la Unión Europea aprueba el plan de **ayuda financiera a Portugal** por un importe de 78.000 millones de euros.
22 Celebración de **elecciones** en trece comunidades autónomas y en los municipios.
- junio** 10 El Gobierno aprueba un Decreto Ley por el que se **reforma la negociación colectiva**.
- julio** 21 Los países de la zona del euro aprueban un segundo plan de **ayudas públicas a Grecia** por valor de 109.000 millones de euros entre otras medidas para gestionar la crisis de la deuda soberana.
- agosto** 16 Los dirigentes de Alemania y Francia Angela Merkel y Nicolas Sarkozy proponen un **reforzamiento de las instituciones de la zona del euro**, con un conjunto de mecanismos para una mayor coordinación de la política económica.
19 El Gobierno aprueba un paquete de **medidas de política económica**, con el avance del pago del impuesto de sociedades para las grandes empresas, la racionalización del gasto farmacéutico y la reducción temporal del IVA para las viviendas nuevas.
30 El Congreso aprueba reformar la Constitución para introducir el principio de **estabilidad presupuestaria**.

AGENDA

Septiembre

- 2 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (agosto).
8 Índice de producción industrial (julio).
Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
13 IPC (agosto).
15 IPC armonizado de la UE (agosto).
16 Encuesta trimestral de coste laboral (segundo trimestre).
20 Comité de Mercado Abierto de la Fed.
22 Comercio exterior (julio).
23 Precios industriales (agosto).
27 Ingresos y gastos del Estado (agosto).
29 Avance IPC (septiembre).
30 Balanza de pagos (julio).

Octubre

- 4 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (septiembre).
6 Índice de producción industrial (agosto).
Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
11 IPC (septiembre).
14 IPC armonizado de la UE (septiembre).
20 Comercio exterior (agosto).
25 Precios industriales (septiembre).
Ingresos y gastos del Estado (septiembre).
27 Avance del PIB de Estados Unidos (tercer trimestre).
28 Encuesta de la población activa (tercer trimestre).
Avance IPC (octubre).
31 Balanza de pagos (agosto).

COYUNTURA INTERNACIONAL

Estados Unidos decepciona y crece un modesto 1,5% en el segundo trimestre.

La revisión a la baja del primer trimestre reduce la previsión de crecimiento para 2011 netamente por debajo del 2%.

Estados Unidos: crecimiento anémico, a pesar de las ayudas

La evolución de la primera economía mundial ha estado marcada en este mes de agosto por la constatación de que el crecimiento es más débil de lo que se creía y por la recalificación a la baja de la deuda pública estadounidense por parte de la agencia de calificación S&P. De los dos, el verdadero problema de fondo es la debilidad del crecimiento, que ha llevado a la Fed a anunciar explícitamente que mantendrá los tipos en los niveles actuales, por los menos hasta mediados de 2013, sin excluir la posibilidad de una tercera expansión cuantitativa.

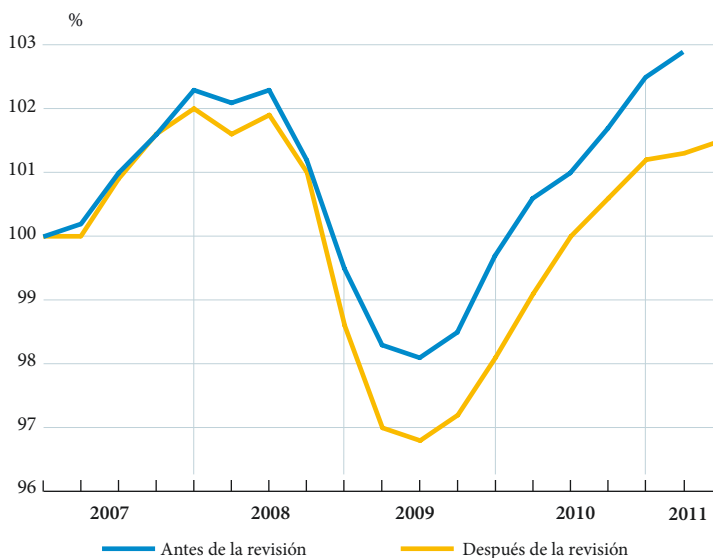
Tras las revisiones desde julio de las cuentas nacionales del Bureau of Economic

Analysis, el crecimiento del producto interior bruto (PIB) del segundo trimestre fue de un 0,2% intertrimestral, un 1,5% interanual. Este avance modesto, unido a la drástica revisión a la baja del crecimiento del primer trimestre, que pasó del 0,5% previamente anunciado a un mínimo 0,1% intertrimestral, hace que la previsión para el conjunto de 2011 se sitúe en torno al 1,7% en el mejor de los casos. Hay que recordar que a principios del corriente, el consenso para 2011 superaba el 3,0%, lo que da una idea del cambio de escenario macroeconómico operado en los últimos meses. Asimismo, los nuevos datos muestran que la recesión fue más profunda de lo que previamente se había estimado.

El corolario es que el consumo privado, el principal motor del crecimiento en los

ESTADOS UNIDOS: MENOS DE LO QUE SE CREÍA

PIB real de Estados Unidos antes y después de la revisión. Base 100 = diciembre de 2006

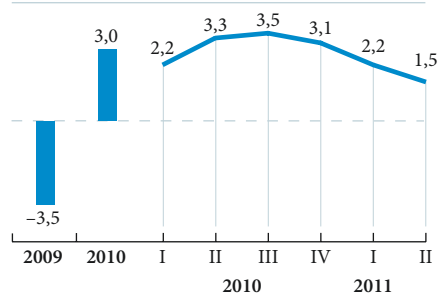


FUENTES: Bureau of Economic Analysis y elaboración propia.

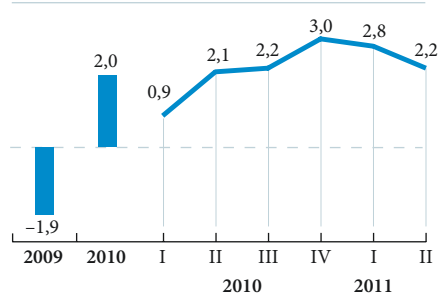
EVOLUCIÓN DEL PIB DE ESTADOS UNIDOS POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual en términos reales

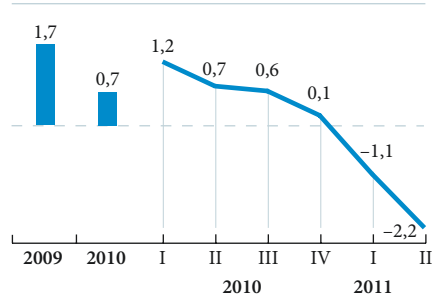
PIB



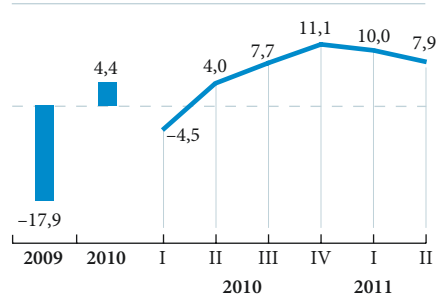
Consumo privado



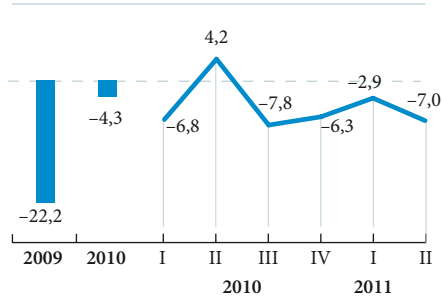
Consumo público



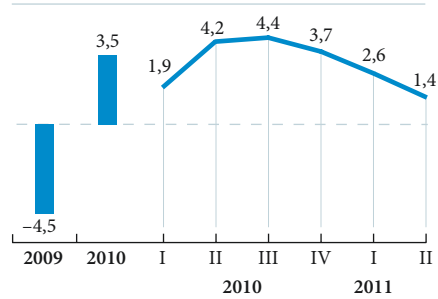
Inversión no residencial



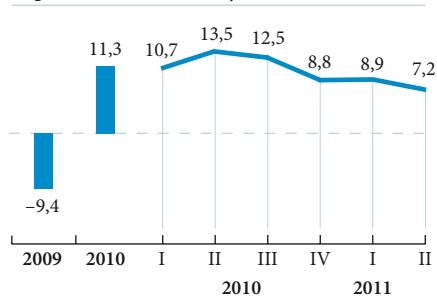
Inversión residencial



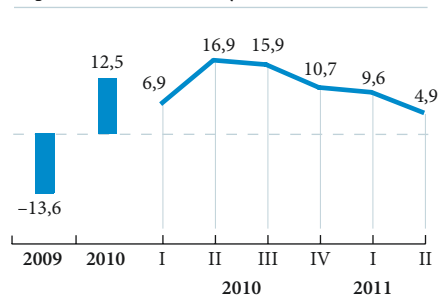
Demanda interna



Exportaciones de bienes y servicios



Importaciones de bienes y servicios



FUENTES: Bureau of Economic Analysis y elaboración propia.

Los estímulos fiscales y monetarios no consiguen recuperar el consumo.

El bajo crecimiento dificulta la consolidación fiscal.

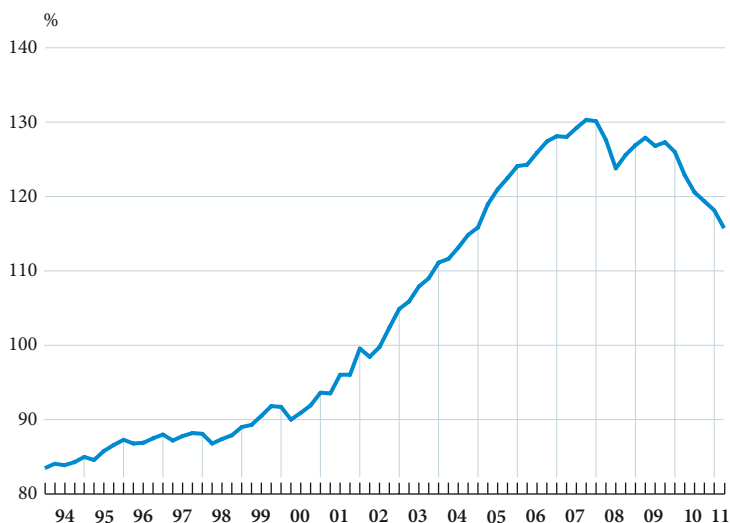
años previos a la crisis, está prácticamente estancado a pesar de que Estados Unidos ha sido, de entre los países avanzados, la economía que ha gozado de mayores estímulos fiscales y monetarios. En esta tesitura, la probabilidad de una segunda recesión es real. Esta visión pesimista se apoya en primer lugar en que la persistencia de crecimientos inferiores al 2,0% y de una elevada tasa de paro que, históricamente, han tirado a la baja del crecimiento. En segundo lugar, la política fiscal pasa de estímulo a lastre de la actividad a causa de los ahorros impuestos por las restricciones presupuestarias para hacer frente a la acumulación de deuda pública, que con toda seguridad superará el 100% del PIB en 2011. En este sentido, el acuerdo entre demócratas y republicanos del 2 de agosto para subir el techo legal de endeudamiento y evitar la suspensión de pagos anticipa una importante reducción del gasto público a medio plazo. Como parte de este acuerdo, una comisión bipartidista debe realizar propuestas de ahorro dentro de las distintas partidas presupuestarias.

La recesión no es, empero, nuestro escenario central ya que, en esta segunda mitad de año, el consumo privado podría tener dos apoyos considerables. En primer lugar está el abaratamiento del petróleo, que aunque ha sido menor del que se esperaba, debería acabar el año por debajo de la media de los 117,15 dólares por barril del segundo trimestre. Si el precio se mantuviera en el rango actual de los 105-110 dólares por barril, supondría un balón de oxígeno de aproximadamente un 0,4% del PIB, ya que la gasolina barata liberaría una parte de la renta de los hogares para destinarla a otros gastos.

El segundo factor a tener en cuenta es la paulatina reducción del endeudamiento de los hogares, que ha sido y sigue siendo el principal lastre que atenaza la recuperación del consumo privado. La deuda bruta de los hogares ha pasado de un máximo de un 130,2% de la renta disponible de los hogares en septiembre de 2007 a un 115,7% en el primer trimestre de 2011. La reducción se debe en gran parte a la inflación,

ESTADOS UNIDOS: UN ENDEUDAMIENTO ALTO PERO QUE BAJA

Deuda bruta de los hogares en porcentaje de la renta disponible



FUENTES: BEA, Federal Reserve y elaboración propia.

que contribuye a aumentar el valor nominal de la renta disponible y ha supuesto cerca de un 40% de la reducción del endeudamiento en términos de renta disponible de los hogares desde finales de 2008. Este menor endeudamiento debe constituir otro soporte para el consumo. En este sentido, el dato de las ventas minoristas de julio fue algo mejor de lo esperado, con un crecimiento interanual del 4,6%, sin automóviles ni gasolina, y con una revisión al alza del registro de junio, e indica que se mantiene un fondo de resistencia para el consumo privado.

Pero el poder evitar una segunda recesión no significa el final de los problemas. La posibilidad de seguir acercando el endeudamiento a niveles normales y la mejora del mercado de trabajo no vendrán dadas por el crecimiento de dos trimestres sino por el avance medio de los próximos años que, tras la revisión, se presenta menor de lo que se preveía. Los nuevos datos constatan que el PIB real de junio de 2011 seguía estando por debajo del nivel alcanzado en septiembre de 2007. De igual forma, el

poder adquisitivo del hogar mediano acumula una década de estancamientos y retrocesos, algo que no había pasado desde antes de la Segunda Guerra Mundial.

Abundando en los males duraderos, el mercado de trabajo es el indicador clave de las fortunas de la clase media. De los 8,75 millones de empleos perdidos entre febrero de 2008 y febrero de 2010, solo se llevan recuperados 1,8 millones. El menor crecimiento previsto para 2011 y 2012 hará que la tasa de paro difícilmente baje del 9,1% de julio hasta bien entrado 2013. Asimismo, la elevada reserva de trabajadores desanimados, o que trabajan a tiempo parcial de forma involuntaria, absorberá una parte importante del empleo que se pueda crear en los próximos dos años.

La persistente debilidad del mercado laboral perpetúa la sobreoferta de viviendas. El exceso de inmuebles vacantes podría alargarse entre dos y cinco años ya que el elevado desempleo frena la creación de nuevos hogares, que absorben el exceso de viviendas vacantes, al mismo tiempo que

Un petróleo más barato y un menor endeudamiento relativo deberían dar un soporte al consumo.

La menor expectativa de crecimiento para los próximos años supone prolongar el paro y la sobreoferta de viviendas.

ESTADOS UNIDOS: LA TASA DE PARO ES PERSISTENTE

Tasa de desempleo respecto a la población activa



FUENTES: Departamento de Trabajo y elaboración propia.

ESTADOS UNIDOS: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2009	2010	2010		2011		Julio
			III	IV	I	II	
PIB real	-3,5	3,0	3,5	3,1	2,2	1,5	-
Ventas al por menor	-7,0	6,4	5,6	7,7	8,2	7,8	8,5
Confianza del consumidor (1)	45,2	54,5	50,9	57,0	66,9	61,8	59,5
Producción industrial	-11,2	5,3	6,9	6,2	5,4	3,9	3,7
Índice actividad manufacturera (ISM) (1)	46,3	57,3	55,2	57,9	61,1	56,4	50,9
Viviendas iniciadas	-38,4	5,6	-0,7	-5,1	-5,3	-5,0	9,8
Tasa de paro (2)	9,3	9,6	9,6	9,6	8,9	9,1	9,1
Precios de consumo	-0,4	1,6	1,2	1,3	2,1	3,4	3,6
Balanza comercial (3)	-381,3	-500,0	-489,1	-500,0	-521,2	-538,2	...
Tipo de interés interbancario 3 meses (1)	0,7	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Tipo de cambio efectivo nominal (4)	77,7	75,6	76,1	73,2	72,1	69,8	69,3

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.

El IPC sube un 3,6% y el subyacente sube un 1,6% a causa del precio de los alquileres.

propicia las ejecuciones de hipotecas por impago, que alimentan la sobreoferta. Un elemento positivo, empero, es que los precios de la vivienda parecen haber encontrado fondo. Así, después de casi un año de descensos consecutivos, aunque de intensidad decreciente, el índice Case-Shiller de la vivienda de segunda mano de mayo mantuvo los precios de abril, que fueron revisados al alza.

Los precios siguieron sorprendiendo con subidas algo mayores de lo esperado, con un índice general de precios al consumo (IPC) que aumentó en julio un 3,6% interanual y con un IPC subyacente, que excluye los precios de energía y alimentación, que se incrementó en un 1,6% presionado al alza por los alquileres de viviendas, por la mayor demanda de viviendas multifamiliares, predominantemente de alquiler, a resultas de la crisis. La debilidad económica y el abaratamiento del petróleo deberían hacer que el avance de los precios se empezara a moderar en la segunda mitad de año.

Japón retrocede un mínimo 0,4% en el segundo trimestre gracias a las ayudas públicas y a la recuperación de su industria.

Japón: la recuperación está más cerca

La economía japonesa está capeando los efectos del terremoto y del tsunami de marzo mejor de lo esperado. El PIB del segundo trimestre retrocedió un 0,4% intertrimestral, un 0,9% interanual, lo que constituye una neta mejora en relación con el retroceso del 0,9% interanual del primer trimestre. Si bien las ayudas públicas están jugando un papel importante en esta recuperación, ayudando a que el consumo privado esté tocando fondo, la reposición de existencias y la tendencia alcista de las exportaciones apuntan a que la economía crecerá durante la segunda mitad de año, lo que hace prever un retroceso del 0,4% para el conjunto de 2011, significativamente menor de lo que se esperaba hace un par de meses.

Si bien las exportaciones del segundo trimestre descendieron un 4,9% intertrimestral, sufriendo de pleno los efectos del terremoto, el retroceso se concentró en los meses de abril y mayo, mientras que en

junio hubo una recuperación que apunta a que el sector exterior tendrá una contribución positiva al crecimiento del tercer trimestre. Esta evolución de las exportaciones es consistente con la mejora de la producción industrial que, después de sufrir un descenso histórico del 15,5% en marzo, en el segundo trimestre han recuperado dos tercios de lo perdido inscrito en una dinámica de aceleración. También los pedidos de maquinaria privados, que son un indicador adelantado de la inversión en equipo, tuvieron un buen comportamiento.

Si bien el sector de la vivienda sigue aletargado, por el lado de la demanda también hay aires de mejora, aunque más moderados, que se manifiestan en las ventas minoristas de junio y en las ventas de automóviles de julio. Asimismo, la confianza del consumidor llegó en julio al nivel de los 37,1 puntos, cuatro más que en el mínimo de abril.

Por el lado de los precios, los efectos inflacionistas del terremoto y la crisis nuclear siguen remitiendo. El IPC retrocedió un

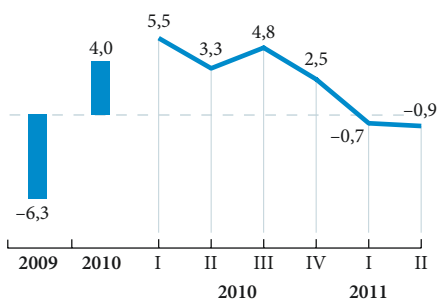
La industria y las exportaciones encaran el camino de la recuperación y auguran un buen tercer trimestre.

Los indicadores de demanda muestran avances moderados.

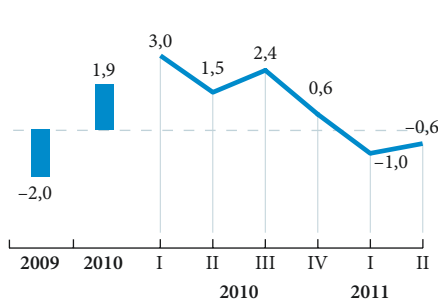
EVOLUCIÓN DEL PIB DE JAPÓN POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual en términos reales

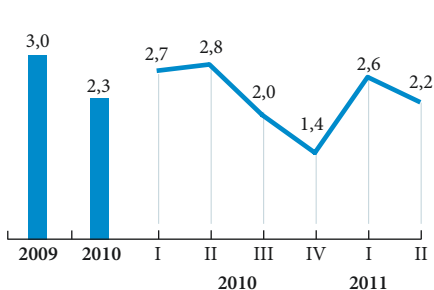
PIB



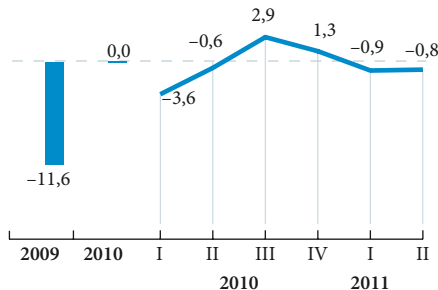
Consumo privado



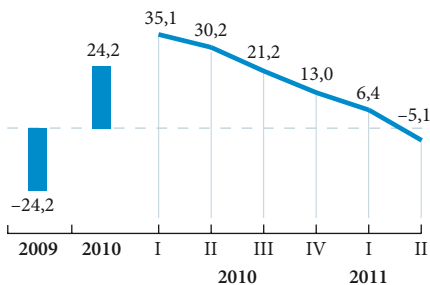
Consumo público



Formación bruta de capital fijo



Exportaciones de bienes y servicios



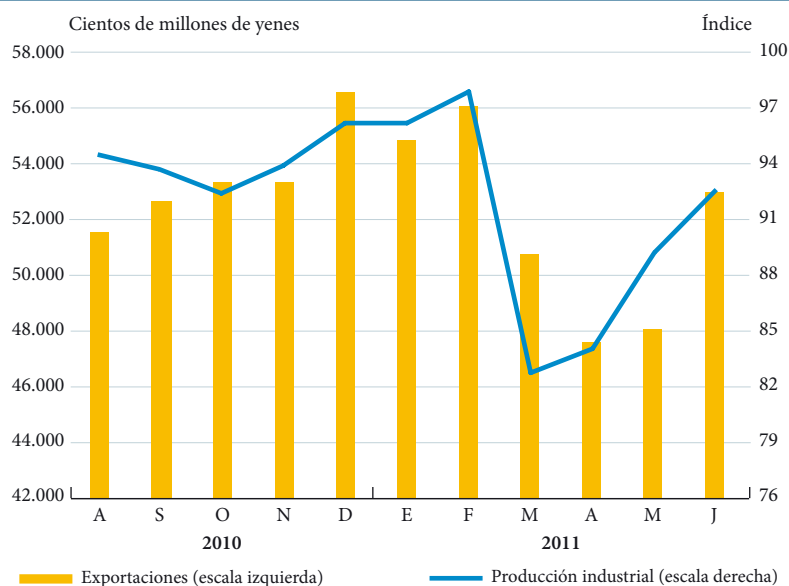
Importaciones de bienes y servicios



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

JAPÓN: LA LUZ AL FINAL DEL TÚNEL

Exportaciones mensuales de Japón y producción industrial



FUENTES: Ministerio de Comunicaciones de Japón y elaboración propia.

JAPÓN: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2009	2010	2010		2011		Julio
			III	IV	I	II	
PIB real	-6,3	4,0	4,8	2,5	-0,7	-0,9	-
Ventas al por menor	-2,3	2,5	3,2	-0,4	-3,0	-1,7	...
Producción industrial	-21,8	16,6	13,3	6,8	-2,5	-7,0	...
Índice de actividad empresarial (Tankan) (1)	-40,8	0,0	8,0	5,0	6,0	-9,0	-
Viviendas iniciadas	-27,7	2,7	13,7	6,8	3,2	4,3	...
Tasa de paro (2)	5,0	5,1	5,0	5,0	4,7	4,6	...
Precios de consumo	-1,3	-0,7	-1,0	-0,3	-0,5	-0,4	...
Balanza comercial (3)	4,0	7,9	8,1	7,9	6,5	3,4	...
Tipo interbancario 3 meses (4)	0,58	0,39	0,37	0,34	0,34	0,34	0,34
Tipo de cambio efectivo nominal (5)	98,6	106,0	109,1	111,0	110,6	109,3	112,6

NOTAS: (1) Valor del índice.

(2) Porcentaje sobre población activa.

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

(4) Porcentaje.

(5) Índice ponderado por los flujos de comercio exterior. Valores mayores implican apreciación de la divisa. Promedio de 2000 = 100.

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

Los efectos inflacionistas del terremoto están siendo limitados.

0,4% interanual en junio mientras que el IPC subyacente, el general sin energía ni alimentos, cedió un 0,8% interanual, manteniendo prácticamente los niveles de

marzo. El moderado aumento de los precios es una buena señal en el sentido de que los recalentamientos causados por los cuellos de botella y las roturas de cadenas

de suministros a causa del parón energético provocado por la crisis de la central nuclear de Fukushima están siendo menores de lo que se preveía.

China resiste ante el deterioro de las perspectivas de crecimiento de Occidente

China avanzó un robusto 9,5% interanual el segundo trimestre del año, ligeramente por debajo del 9,7% del trimestre anterior, aunque por encima de las previsiones del consenso. A pesar de la leve moderación, la economía china resiste ante las recientes dificultades en Estados Unidos y Europa –dos de sus mayores mercados exportadores– y prevemos que mantendrá un considerable *momentum* en la segunda mitad de 2011 y 2012.

En este contexto de ligera moderación dentro de la robustez, la inflación volvió a repuntar en junio y julio, hasta el 6,4% y 6,5% interanual, respectivamente, apoyada nuevamente por el precio de los alimentos. Sin embargo, el crecimiento mensual ajustado por factores estacionales del índice de precios al consumo muestra una clara desaceleración en el mes de julio.

Así pues, mientras a principios de julio el Banco Central reaccionó aumentando el tipo de interés de referencia en 25 puntos básicos hasta el 6,56% por tercera vez en 2011 y quinta desde el inicio de las subidas en octubre de 2010, la expectativa a finales de agosto es que el final del endurecimiento monetario está muy cerca. En estos momentos, el deterioro de las perspectivas de crecimiento de Occidente pesa más que las todavía presentes tensiones inflacionistas del país o las posibles burbujas en el sector inmobiliario.

En línea con esta moderación del crecimiento y apaciguando los temores de un aterrizaje brusco de la economía asiática se nos presentan varios de los indicadores de actividad correspondientes al mes de julio. Así, las ventas al por menor avanzaron en términos nominales un 17,2%, por debajo del registro del mes anterior. El índice de gestores de compras (PMI) volvió a bajar hasta los 50,7 puntos frente a los más de 53 que alcanzó en marzo. Por su parte, el crédito bancario creció un 16,6% interanual, claramente por debajo del 20% de finales de 2010.

Por el contrario, y todavía lejos de la ralentización prevista, la inversión en capi-

China avanza un robusto 9,5% interanual el segundo trimestre y resiste los embates que afectan a Occidente.

Posible pausa en los repuntes inflacionistas y en las medidas monetarias restrictivas.

CHINA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2009	2010	2010		2011		Julio
			III	IV	I	II	
PIB real	9,2	10,3	9,6	9,8	9,7	9,5	-
Producción industrial	12,5	14,5	13,5	13,3	14,9	13,9	14,0
Producción eléctrica	6,8	14,0	11,8	6,2	12,1	12,0	12,6
Precios de consumo	-0,7	3,3	3,5	4,7	5,1	5,7	6,5
Balanza comercial (*)	196	184	182	184	169	175	178
Tipo de interés de referencia (**)	5,31	5,81	5,31	5,81	6,06	6,31	6,56
Renminbi por dólar	6,8	6,8	6,8	6,7	6,6	6,5	6,5

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

(**) Porcentaje a final de periodo.

FUENTES: Oficina Nacional de Estadísticas, Thomson Reuters Datastream y elaboración propia.

El fuerte endeudamiento crediticio de los gobiernos locales es un riesgo a tener en cuenta.

tal fijo siguió creciendo y marcó en el acumulado de enero a julio un 25,4% interanual. Asimismo, en el frente exterior, el fuerte crecimiento de las exportaciones, que avanzaron un 20,4%, se reflejó en el robusto superávit comercial de julio que alcanzó los 31.484 millones de dólares. Un gran cambio si tenemos en cuenta que el gigante asiático cerró el primer trimestre del año con un ligero déficit comercial. Este superávit junto a la persistencia en las medidas monetarias expansivas de Estados Unidos refuerzan las presiones para una mayor apreciación del renminbi.

Por último, es ineludible hablar de las consecuencias del fuerte endeudamiento de los gobiernos locales sobre el sector bancario. Fuentes oficiales han estimado que la deuda de las administraciones locales alcanza una cifra entre 10,7 y 14,2 billones de renminbi –entre un 27% y un 36% del PIB, respectivamente, lo que se sumaría a la deuda pública reconocida hasta ahora equivalente a un 18% del PIB–. La incertidumbre acerca del nivel exacto se debe a que buena parte de este endeudamiento ha sido canalizado a través de crédito bancario concedido a unos vehículos especiales de inversión patrocinados por gobiernos locales aunque, en algunos casos, sin su garantía explícita.

Las dudas acerca de la rentabilidad de los proyectos de inversión en infraestructuras promovidos por estos vehículos especiales ha reavivado las voces de alarma sobre la viabilidad de retorno de algunos de los créditos, lo cual podría engendrar presiones sobre los bancos. Sin embargo, la productividad de las inversiones pasadas junto a las buenas perspectivas de crecimiento del país consolidan la visión más positiva de un riesgo modesto para el sector financiero, a pesar de las presiones a medio plazo que de bien seguro afectarán la capacidad de repago de algunos de dichos vehículos.

La economía de Brasil puede estar desacelerándose más de lo previsto.

El gobierno amplía la regulación de los mercados de derivados en su afán por frenar el avance del real y reflotar las exportaciones manufactureras.

Brasil: «Brasil mayor» y crecimiento menor

En los últimos meses, más de un analista (entre los que nos incluimos) ha revisado a la baja el pronóstico económico para Brasil en 2011 y 2012. Sin embargo, dichas revisiones pueden quedarse cortas si se confirma el escenario de desaceleración, más acentuada de lo esperado, que parece desprenderse de los últimos indicadores macroeconómicos.

En junio, el índice de actividad que publica mensualmente el Banco Central de Brasil retrocedió, respecto a mayo, por primera vez desde diciembre de 2008. Ese mismo mes, la producción industrial también sorprendió en negativo con una caída intermensual y una moderación de su avance interanual hasta el 0,7%. Por su parte, las ventas minoristas y, en especial, las de bienes duraderos siguen dando señales de parón, en línea con un nivel de confianza de los consumidores muy inferior al de hace un año y no visto desde finales de 2009.

La moderación del crecimiento en Brasil no solo se debe a la perspectiva un tanto más sombría que se cierne sobre la economía global; el tono restrictivo de las políticas económicas domésticas también está surtiendo efecto, aunque no necesariamente el deseado. El crecimiento se ha moderado en los últimos meses pero los objetivos principales de dichas políticas, frenar el avance de la inflación y del real, distan de cometerse. En el ámbito de los precios, la inflación no da tregua y, en julio, alcanzó el 6,9% –en este contexto, el banco central volvió a subir el tipo de referencia otros 25 puntos básicos ese mismo mes, dejando la tasa SELIC en un elevado 12,5%–. Tampoco el real parece avistar el fin de su senda alcista y ha estado tanteando los 1,5 reales/dólar, aun cuando las autoridades económicas brasileñas, en su afán por frenar la apreciación de la divisa y

BRASIL: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2009	2010	2010		2011		
			III	IV	I	II	Julio
PIB real	-0,7	7,5	6,8	5,0	4,2	...	-
Producción industrial	-7,3	10,5	8,1	3,6	2,5	0,7	...
Confianza del consumidor (*)	138,3	159,7	161,4	159,9	161,8	155,4	...
Tasa de paro (**)	8,1	6,7	6,6	5,7	6,3	6,3	...
Precios de consumo	4,9	5,0	4,6	5,6	6,1	6,6	6,9
Balanza comercial (***)	25,3	20,2	16,8	20,2	22,5	25,3	27,1
Tipo de interés SELIC (%)	9,92	10,00	10,75	10,75	11,75	12,25	12,50
Reales por dólar (*)	2,32	1,78	1,69	1,66	1,63	1,56	1,55

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.

reflotar la competitividad de las exportaciones, introdujeron a finales de julio un nuevo paquete de medidas para desincentivar la especulación que incluyen: un impuesto de transacciones del 1% sobre nuevas operaciones en derivados de divisas con valor nominal superior a 10 millones de dólares; cambios legislativos que permitirían aumentar dicha tasa hasta el 25% si fuera necesario; y el requisito de registrar las operaciones de divisas OTC.

Ciertamente, aunque el apetito externo por las materias primas brasileñas ha permitido ensanchar el superávit comercial en lo que va de año, la fortaleza del real no solo ha mermado la competitividad de las exportaciones manufactureras sino que ha favorecido la penetración de importaciones más competitivas, sobre todo, de Asia. Ello ha suscitado una preocupación creciente entre los industriales a la cual el Gobierno respondió a principios de agosto con un nuevo plan económico: «Brasil mayor». Su objetivo es, precisamente, potenciar la industria y su capacidad exportadora e incluye: ventajas fiscales, una supervisión más estricta de las importaciones (incluyendo medidas anti-*dumping*), incentivos a la innovación y facilidades de

crédito destinado a inversión. A la espera de ver cuáles son sus resultados a medio plazo, el plan desprende, de entrada, cierto proteccionismo y ha suscitado dudas entre algunos sectores en cuanto a su efectividad.

Ante los síntomas de desaceleración económica y anticipando que los efectos de base deberían contribuir a moderar el avance de los precios a partir de otoño, el Banco Central ha dado a entender que podría abandonar las subidas de tipos en lo que queda de año. Con todo, a principios de 2012, el reajuste del salario mínimo corrigiendo por la inflación acumulada en 2011 acarreará un nuevo foco inflacionario, con lo cual, aunque dicha pausa monetaria acabara confirmándose, tendría muy probablemente una fecha de caducidad no muy lejana.

México: ojo avizor

La economía mexicana creció un 3,3% interanual en el segundo trimestre de 2011, un 1,1% respecto al trimestre anterior, beneficiándose del avance de la industria y de los servicios.

Un nuevo plan económico, «Plano Brasil mayor», también pretende aupar los esfuerzos por dar nuevo impulso a las ventas externas.

México parece mantenerse al margen de la desaceleración económica global.

La segunda potencia económica de América Latina sigue mostrando puntos de fortaleza por lo que todo apunta a que la senda de robusto crecimiento que encauzó la economía mexicana en 2010 seguirá progresando lo que queda de año y también en 2012. No solo permanece exenta de excesivas presiones sobre precios, sino que el peso se mantiene estable –a pesar de la depreciación que siguió a la rebaja de calificación en Estados Unidos y al repunte de la aversión global al riesgo–, el crédito evoluciona al alza y la confianza de los consumidores mexicanos en su economía está en niveles no vistos desde antes que empezara la crisis.

Con todo, los riesgos derivados del deterioro económico global han subido de tono al confirmarse una recuperación más lenta de las grandes economías avanzadas y, sobre todo y más relevante para México, de Estados Unidos. Cerca del 80% de las exportaciones mexicanas, en especial manufactureras, tienen por destino su vecino del norte, con lo cual la producción industrial mexicana refleja muy de cerca la evolución de dicho *output* al otro lado de Río

Grande. Así pues, aunque la buena evolución del gasto interno ha atenuado, por ahora, el impacto de la ralentización económica estadounidense, de persistir en el tiempo o de agravarse, acabará coartando el arranque del crecimiento mexicano.

Ante el menor dinamismo externo, las autoridades mexicanas deberán mantener máxima alerta y dosificar con cautela el ajuste de las políticas económicas internas. La consolidación fiscal ya está en marcha pero la política monetaria dispone de amplio margen para administrar cambios en el tipo de interés en la línea que más convenga: la inflación se mantiene muy comedida, sin presiones de demanda, y el tipo de referencia se ha mantenido intacto desde julio de 2009. Así pues, prevemos que dicha pausa monetaria se prolongue aún más de lo que ya anticipábamos (no esperamos que Banxico mueva ficha al menos hasta la segunda mitad de 2012), en sintonía con el reciente cambio de postura de la Reserva Federal y con el cambio de expectativas relativas a la evolución de la recuperación mundial.

Con la tasa de inflación sorprendiendo de nuevo a la baja y el cambio de postura de la Fed, es probable que Banxico prolongue su pausa monetaria hasta bien entrado 2012.

MÉXICO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2009	2010	2010		2011		Julio
			III	IV	I	II	
PIB real	-6,2	5,4	5,1	4,4	4,6	3,3	-
Producción industrial	-7,3	6,0	6,5	4,7	4,8	3,8	...
Confianza del consumidor (*)	80,5	86,3	89,2	89,6	92,1	90,7	95,5
Índice avanzado de actividad (*)	110,5	116,6	117,2	118,1	119,9	118,8	...
Tasa de paro (**)	5,5	5,4	5,6	5,3	5,1	5,2	...
Precios de consumo	5,0	3,9	3,7	4,2	3,5	3,3	3,5
Balanza comercial (***)	-4,7	-3,0	-2,0	-3,0	-1,5	0,0	...
Tipo de interés oficial de Banxico (%)	6,75	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50
Pesos mexicanos por dólar (*)	14,18	12,33	12,60	12,35	11,90	11,72	11,73

NOTAS: (*) Valor.

(**) Porcentaje sobre población activa.

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

FUENTES: Banco de México y elaboración propia.

Los descensos del petróleo son limitados

Entre el 20 de julio y el 19 de agosto, el precio del crudo retrocedió un 8,3% para situarse en los 108,48 dólares por barril (calidad *Brent*, para entregas a un mes), un 17,1% por encima del nivel a inicios de año y un 43,9% por encima del nivel de hace un año.

El descenso del precio del petróleo recoge las expectativas de un menor crecimiento global. Sin embargo, la solidez del crecimiento de las economías emergentes, que

tienen un uso más intensivo del petróleo, y la persistencia de factores idiosincráticos como la agitación política en el Norte de África y Oriente Medio harán difícil que el precio del crudo baje de los 100 dólares por barril en los próximos meses. El final del conflicto armado en Libia, sin embargo, contribuiría a estabilizar el precio del petróleo cerca de esta cota.

El resto de las materias primas acusó las perspectivas de un menor crecimiento y tuvo descensos moderados a excepción del oro. El índice *The Economist* bajó un 3,1% entre el 20 de julio y el 19 de agosto.

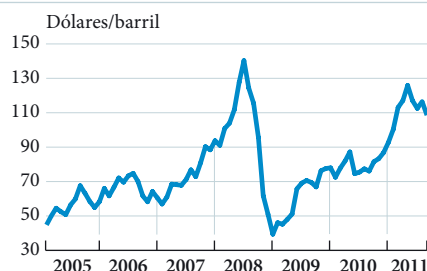
El petróleo baja a los 108 dólares por las dudas sobre el crecimiento global.

EVOLUCIÓN DE MATERIAS PRIMAS SELECCIONADAS (*)

Índice *The Economist*



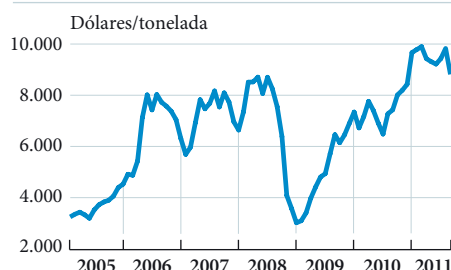
Petróleo *Brent*



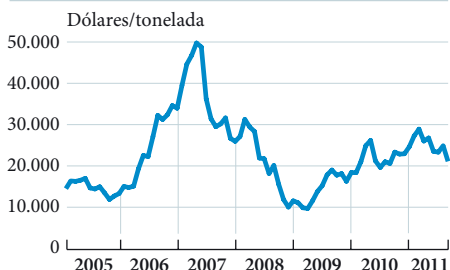
Oro



Cobre



Níquel



Trigo



NOTA: (*) Datos correspondientes al último día del mes (último dato, 19 de agosto).

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

Las materias primas evolucionan a la baja, pero el oro marca nuevos máximos.

Los metales básicos tuvieron retrocesos generalizados entre los que siguieron destacando los descensos del níquel y del aluminio, que por la intensidad energética en su elaboración se ven más afectados por la evolución del petróleo. También los alimentos básicos tuvieron retrocesos, capitaneados por el trigo, si bien el azúcar y el café evolucionaron al alza. La excepción

siguió estando en los metales preciosos. El oro siguió capitalizando las incertidumbres de la economía global sobrepasando la referencia de los 1.800 dólares por onza, marcando nuevos máximos históricos y equiparando su precio al del platino, cosa que sólo pasó en 1991 y en los inflacionistas años setenta e inicios de los años ochenta.

Lecciones latinoamericanas para una crisis europea

La intensidad de la crisis de la deuda soberana en la eurozona ha conducido a un lógico examen de episodios precedentes que puedan arrojar alguna luz en la búsqueda de una salida a la complicada tesitura actual. Entre las experiencias con mayor potencial instructivo se menciona habitualmente la crisis de la deuda de América Latina de la década de 1980. Se trata de una buena elección toda vez que las analogías con la crisis europea, y especialmente con la de Grecia, son notorias.

Repasemos brevemente la génesis de la crisis latinoamericana. El fuerte proceso de acumulación de deuda en América Latina se debió a la confluencia de tres factores: la abundancia de capitales derivada de los ingresos que las subidas del petróleo de los setenta generaron en países exportadores, el descenso del tipo de interés real y un cambio de expectativas sobre las perspectivas de crecimiento en América Latina fundamentado en la aceleración de sus procesos de modernización.

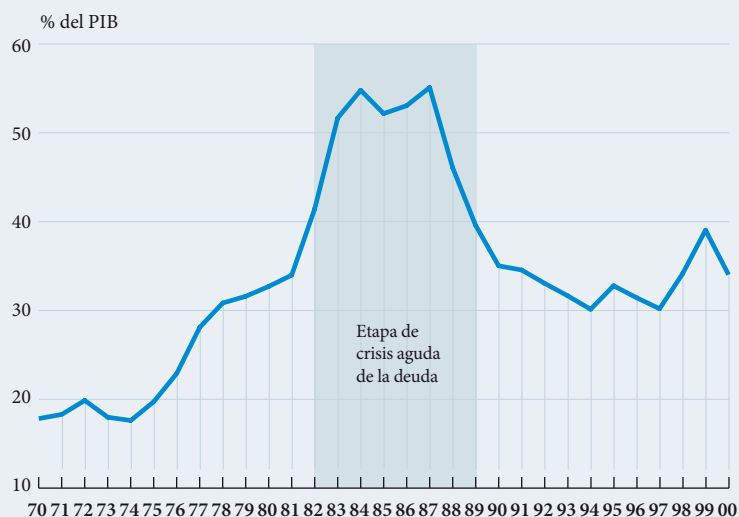
Como resultado, durante la década de 1970 la deuda total (pública y privada) creció a tasas superiores al 20% anual acumulativo. La mitad de la deuda la concentraron Brasil y México, y en un 80% era deuda soberana, típicamente instrumentada mediante créditos de bancos norteamericanos, denominados en dólares y con revisión semestral del tipo de interés. La exposición de la gran banca de Estados Unidos a la región era muy acusada: los 8 primeros bancos mantenían aproximadamente el 23% de los créditos a la región.

La etapa de crecimiento acelerado de la deuda finalizó bruscamente y su detonante fue externo a la región y de carácter macroeconómico: el inicio de la política de tipos de interés altos de la Reserva Federal condujo a una fuerte apreciación del dólar y a un aumento notable del tipo de interés que los países deudores debían afrontar. En 1982, México declaraba su incapacidad de atender los intereses de su deuda externa, iniciándose una cascada de decisiones similares que acabarían arrastrando a 27 países en vías de industrialización, la mayoría latinoamericanos.

Hasta aquí las similitudes entre los antecedentes de la crisis de la deuda europea (y más estrictamente, griega) y la latinoamericana son apreciables, ya que comparten una financiación barata y abundante (sustituyendo los petrodólares de los setenta por los euros provenientes de Alemania y otros países con exceso de ahorro de Europa), unas expectativas de crecimiento futuro fuerte y sostenido, una notable exposición de los bancos de los países acreedores, una deuda denominada en una divisa que no se controla (el euro en Grecia, el dólar en Latinoamérica) y un detonante macroeconómico de la crisis. Veamos ahora si de las soluciones que se intentaron en los ochenta también pueden extraerse paralelismos.

AMÉRICA LATINA FUE CAPAZ DE MEJORAR NOTABLEMENTE LA SOSTENIBILIDAD DE SU DEUDA EXTERNA EN LA CRISIS DE LOS AÑOS OCHENTA

Deuda externa, suma de Argentina, Brasil, México, Perú y Venezuela



FUENTES: Banco Mundial, Economist Intelligence Unit y elaboración propia.

La gestión de la crisis pasó por tres etapas claramente diferenciadas. La primera, entre 1982 y 1985, se centró en arbitrar medidas de financiación extraordinaria pero a corto plazo (con participación pública y privada), reestructuración de parte de la deuda (es decir, modificación del calendario de vencimientos del principal y de pago de intereses) y exigencia de un fuerte ajuste macroeconómico en los países deudores. Es la respuesta lógica a una situación que se entendió como de problemas de liquidez. Asimismo se adoptaron medidas legislativas en Estados Unidos para evitar que los bancos tuvieran que reconocer plenamente las pérdidas esperadas por el impago de la deuda.

A finales de 1985 quedó claro que el horizonte a corto plazo de la estrategia de resolución de la crisis no era adecuada y que las consecuencias recesivas del ajuste también tenían que integrarse en ella. Se entra en una segunda etapa (1986-1988) en la que se aplican las propuestas que James Baker lanza en septiembre de 1985. Bajo el lema de «ajuste estructural con crecimiento», se reforzaron los ejes anteriores (nuevas reestructuraciones de la deuda y más créditos públicos y privados), pero se reorientaron estas acciones a finalidades más estructurales, exigiendo también procesos de reforma económica.

Finalmente, en 1989, el nuevo secretario del Tesoro, Nicholas Brady, propone cambios notables en la estrategia de Baker. El Plan Brady partía del reconocimiento que la crisis tenía su origen en la falta de solvencia y no en meros problemas de liquidez. Ello comportaba la necesidad de reducir la deuda (y no sólo cambiar el calendario de vencimientos). Este enfoque centraba los diferentes instrumentos del Plan Brady. En primer lugar, se ampliaba la financiación de los organismos internacionales multilaterales pero, a diferencia de en las etapas anteriores, esta se destinaba fundamentalmente a permitir que los gobiernos acreedores pudiesen llevar a cabo operaciones de recompra de deuda y otras actividades financieras destinadas a reducir dicha deuda.

El segundo gran eje de actuación es el de los denominados Bonos Brady. La operación tenía por objetivo la reducción de la deuda pero con la certeza para el acreedor de que el importe restante quedaría garantizado. El funcio-

namiento típico era el siguiente. Fruto de la negociación vis-a-vis entre los bancos acreedores y el gobierno deudor, se decide una determinada quita del valor de la deuda. El resto de la deuda se reconoce mediante la emisión de un bono por parte del gobierno deudor, cuya principal característica es que el tenedor del bono tiene garantizado el cobro del principal (y a veces de los intereses). Esta garantía se arbitra mediante la adquisición por parte del gobierno deudor de un bono del Tesoro norteamericano de idéntico vencimiento financiada con el préstamo multilateral. Este colateral se deposita en la Reserva Federal. De esta manera, el banco garantiza el cobro seguro de parte de su crédito y puede obtener liquidez mediante la venta del bono en el mercado secundario. Entre 1989 y 1997, 17 países se acogieron a acuerdos a la Brady, 10 de ellos de América Latina y el Caribe. En estas economías, la quita promedio fue del orden de un 30%, siendo del 12% en el caso mexicano y del 14% en el brasileño.

¿Cuáles fueron los resultados de la estrategia para lidiar con la crisis latinoamericana? Podemos entender que cualquier solución a una situación de crisis de deuda externa debería satisfacer idealmente tres objetivos: a) evitar una crisis bancaria internacional; b) facilitar el retorno de los países deudores a los mercados de capitales internacionales; y c) contribuir a que los países deudores recuperen la senda de crecimiento económico. La estrategia se demostró útil ya desde el momento inicial para evitar una crisis bancaria generalizada, un logro de enorme importancia en sí mismo, como nos recuerdan las trágicas lecciones de la Gran Depresión. En cambio, sólo la solución de Brady permitió establecer las bases que permitieron que América Latina volviese a disponer de financiación internacional y retomase el crecimiento económico.

Volvamos ahora a las lecciones que de esta solución se pueden extraer para la crisis europea. Evitando forzar las comparaciones, parece indudable que dos grandes conclusiones son de aplicación. La primera es que no sería extrañar que los plazos de resolución de la crisis de la deuda fuesen muy prolongados. Esta obviedad deriva no solo de la naturaleza del problema (los procesos de desapalancamiento son de lento desarrollo) sino también de las dificultades para la propia gestión de la crisis. Encontrar una solución requiere tiempo, ya que el diagnóstico puede tener que ajustarse y consensuarse (en el caso americano, certificar que se trataba de un problema de solvencia y no de liquidez tomó seis años). También exigen tiempo las negociaciones entre los actores afectados, públicos y privados, nacionales y extranjeros. Finalmente, la solución puede requerir igualmente de plazos de implementación dilatados. Por ejemplo, en el caso latinoamericano, la quita de la deuda no fue posible hasta que el sistema bancario internacional estuvo suficientemente reforzado para asumirla.

Junto al tiempo, otra enseñanza a recordar es la referida a la forma ideal de enjugar una crisis de deuda. Una vez que se determina que el problema es de solvencia, como parece haberse reconocido en el caso de Grecia, la solución de la crisis latinoamericana pasó por una combinación de reducción de la deuda y una fuerte recuperación del crecimiento. También conviene recordar que en la solución final el papel público juega un papel fundamental como asegurador del riesgo del sector privado. En definitiva, y como conclusión, si algún mensaje hay que extraer de las penurias de América Latina tres décadas atrás es que la solución debe pasar por un ajuste que no ahogue el crecimiento y mucha paciencia.

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

UNIÓN EUROPEA

Zona del euro: se confirma la desaceleración

En el mes de septiembre suele iniciarse el año escolar. La mayoría de estudiantes tendrá nuevos profesores o incluso iniciará nuevas asignaturas. En cambio, los alumnos que repitan curso podrán utilizar los mismos libros de texto y probablemente tengan a los mismos profesores del año pasado. Lo mismo sucede con la Unión Europea (UE) que, aunque ha hecho los deberes, no ha pasado con nota suficiente el examen de recuperación de septiembre y se enfrentará al mismo problema de gestión de la deuda soberana que algunos países miembros de la UE.

En efecto, en la cumbre de los jefes de Estado o de Gobierno de la zona del euro celebrada en julio se tomaron decisiones de calado. En primer lugar, se acordó el segundo plan de rescate para Grecia por un importe de 109.000 millones de euros. Este plan se instrumentalizará a través de la Facilidad Europea de Estabilización Financiera (FEEF) como vehículo financiero para el próximo desembolso. En la misma declaración de la cumbre se calcula que la contribución neta total del sector privado, en el caso del rescate a Grecia, será de unos 50.000 millones para el periodo 2011-2014. Parte de esta ayuda se debe al sector financiero que, de forma voluntaria, podría apoyar a Grecia para reforzar la sostenibilidad general del nuevo plan.

En segundo lugar, se decidió ampliar el plazo del vencimiento de los futuros préstamos del FEEF a Grecia desde los 7,5 años actuales hasta un mínimo de 15 años y hasta los 30 años, con un periodo de gracia

de 10 años. Por otra parte, se baja el tipo de interés exigido por los préstamos próximos al coste de financiación del FEEF, sin que desciendan por debajo del mismo.

Finalmente, se autorizó que el FEEF y el Mecanismo Europeo de Estabilidad puedan intervenir en la compra de deuda pública soberana en los mercados secundarios. El único requisito es un análisis preliminar del Banco Central Europeo que reconozca la existencia de circunstancias excepcionales en los mercados financieros que requieran semejante intervención, aunque esta última medida no será efectiva hasta que los 27 países miembros de la UE lo aprueben en sus respectivos parlamentos.

Desde el inicio de esta crisis se pueden observar dos líneas de trabajo por parte de los gestores de política económica europeos. Por una parte, las soluciones urgentes que deben presentarse ante los problemas que se van diagnosticando, por ejemplo un plan financiero de rescate o normativas en los mercados financieros para impedir la venta en corto de valores, etc. Por otra parte, se producen reflexiones y tomas de posición concernientes a reformas estructurales de mayor profundidad sobre la arquitectura y gobernanza de las instituciones europeas. En este último contexto debe señalarse la cumbre franco-alemana del 16 de agosto en cuanto a lo que representa de impulso del proyecto europeo.

Efectivamente, en la cumbre celebrada entre Sarkozy y Merkel se apuntaron propuestas ambiciosas para incrementar la coordinación económica europea. En primer lugar, una regla de oro presupuestaria

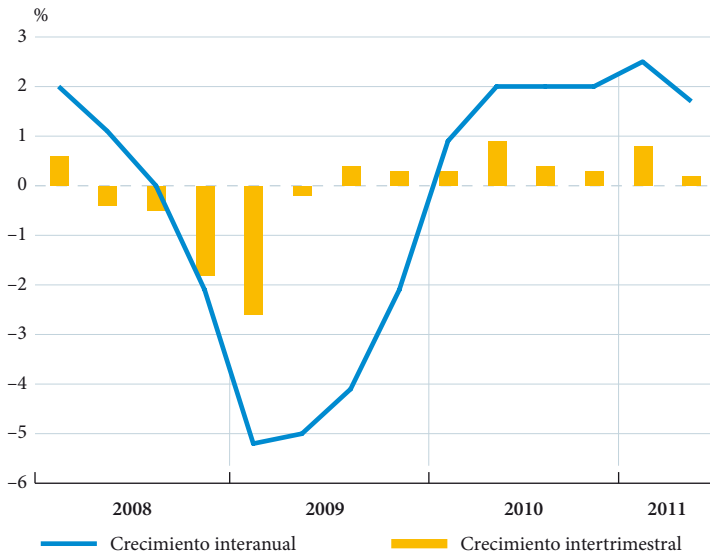
La cumbre de jefes de Estado de la Unión Europea toma decisiones importantes.

Se aprueba el segundo plan de rescate a Grecia.

Continúan las propuestas sobre reforma de la arquitectura institucional.

EL SEGUNDO TRIMESTRE CONFIRMA LA DESACELERACIÓN ECONÓMICA

Variación del PIB



FUENTE: Eurostat.

El dato del PIB del segundo trimestre confirma la desaceleración económica.

para que todos los países miembros de la eurozona incorporen en sus constituciones un límite de déficit público. Además, Francia y Alemania se comprometieron a aplicar a sus empresas un impuesto de sociedades común a partir de 2013. Finalmente, se propuso la creación de un gobierno económico de la zona del euro formado por los jefes de Gobierno y dirigido durante dos años y medio por un presidente permanente.

Estas nuevas propuestas se suceden en un contexto de desaceleración económica, confirmado por el dato del producto interior bruto (PIB) del segundo trimestre de la eurozona. El PIB creció un 0,2% intertrimestral, inferior al registro anterior del 0,8%, con lo que el crecimiento interanual desciende desde el 2,5% al 1,7%. Todavía no se dispone del desglose del crecimiento, pero geográficamente el crecimiento plano de Francia (0,0%) y el crecimiento inferior a lo esperado de Alemania (0,1%) han afectado negativamente al dato de actividad económica del segundo trimestre. Hay que recordar que la suma del PIB de

Alemania y Francia representa el 48% del conjunto de la eurozona.

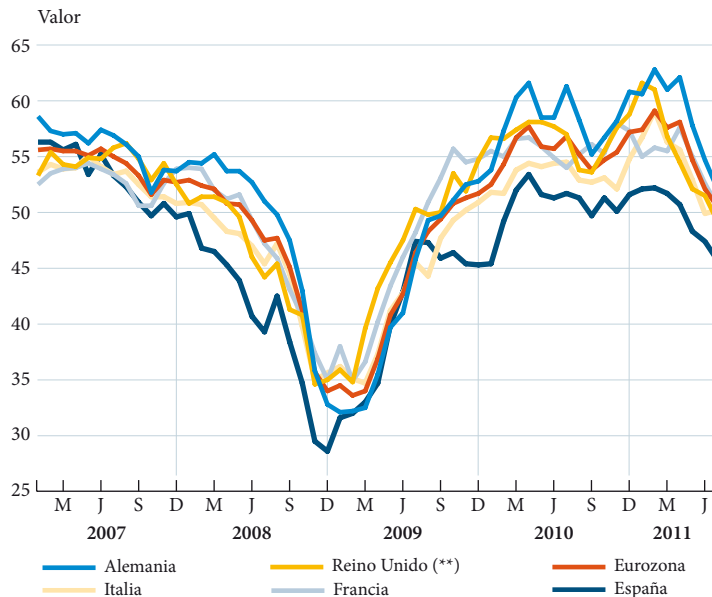
Hasta cierto punto se esperaba un ritmo de crecimiento inferior, ya que el presentado en el primer trimestre fue excepcionalmente alto. Sin embargo, la desaceleración ha sido más intensa de lo que esperaba el consenso de las previsiones de los economistas. Y es que el dato genera preocupación, pues el crecimiento es el mejor antídoto para aquellos países con problemas de consolidación fiscal. Y los indicadores económicos avanzados apuntan a un crecimiento muy modesto para el tercer trimestre.

Por ejemplo, el índice PMI basado en encuestas a los directores de compras de las empresas mantiene su tendencia de caída iniciada en febrero de este año. Este índice es asimilable a un índice de confianza empresarial. Valores superiores a 50 implican expansión de la actividad económica, mientras que valores inferiores a 50 suponen contracción de la misma. Este dato muestra que la confianza empresarial

Los indicadores avanzados auguran un modesto crecimiento en el tercer trimestre.

LOS ÍNDICES DE CONFIANZA EMPRESARIAL CORRIGEN

Índice PMI (*)



NOTAS: (*) Purchasing Managers Index: opinión de los directores de compras.

(**) Junio de 2011.

FUENTE: Bloomberg.

sigue deteriorándose, con lo que sus implicaciones para la creación de empleo no son positivas.

Los principales datos de coyuntura económica, como por ejemplo la confianza de los consumidores, apuntan en la misma dirección. El dato del mes de julio descendió ligeramente hasta el -11,2, un nivel alrededor del cual la confianza de los consumidores permanece estancada desde agosto del año 2010. Las encuestas de sentimiento económico también continuaron descendiendo desde los niveles máximos alcanzados en febrero de este año. Adicionalmente, se mantiene la reducción del crecimiento en la producción industrial en la eurozona.

Por otra parte, esta situación económica europea se desenvuelve en un contexto de menor crecimiento mundial, tanto en los países emergentes como en el resto de socios comerciales principales de la UE.

Esta situación es importante porque buena parte del dinamismo en el actual ciclo económico europeo proviene de las exportaciones, cuyos niveles de crecimiento deberían disminuir de cara a los próximos meses.

Ante el dato de crecimiento consolidado del primer semestre de este año, unido a los indicadores económicos que apuntan a un modesto crecimiento del PIB en el tercer trimestre, nuestra estimación de crecimiento para el conjunto del año 2011 en la eurozona de un 1,9% se revisa en dos décimas a la baja, hasta el 1,7%. Si bien la desaceleración durante la parte central de este año es temporal, las tensiones en los mercados financieros, con el aumento de las primas de riesgo en la deuda soberana y la aceleración de los planes de ajuste fiscal, por ejemplo en Italia y Francia, podrían mantener una velocidad de crecimiento muy suave durante los próximos trimestres.

Los índices de confianza empresarial y de los consumidores mantienen su tendencia de deterioro.

El entorno de desaceleración económica mundial perjudica a las exportaciones europeas.

ZONA DEL EURO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2009	2010	2010		2011		Julio
			III	IV	I	II	
PIB	-4,1	1,7	2,0	2,0	2,5	1,7	-
Ventas al por menor	-2,5	0,8	1,5	0,6	0,0	-0,6	...
Confianza del consumidor (1)	-24,8	-14,0	-12,1	-10,4	-10,6	-10,4	-11,2
Producción industrial	-14,7	7,5	7,1	8,1	6,5	4,1	...
Sentimiento económico (1)	80,7	100,9	102,3	105,7	107,4	105,7	103,2
Tasa de paro (2)	9,6	10,1	10,1	10,1	10,0	9,9	...
Precios de consumo	0,3	1,6	1,7	2,0	2,5	2,8	2,5
Balanza comercial (3)	10,7	4,6	8,2	4,6	-9,9	-15,6	...
Tipo de interés euríbor 3 meses	1,2	0,8	0,9	1,0	1,1	1,4	1,6
Tipo de cambio efectivo nominal del euro (4)	111,7	104,7	102,3	104,4	103,7	106,4	105,2

NOTAS: (1) Valor.

(2) Porcentaje sobre población activa.

(3) Saldo acumulado de 12 meses. Miles de millones de euros.

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

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

Revisamos a la baja el crecimiento de la eurozona del 1,9% al 1,7%.

En resumen, se confirma la desaceleración económica en la zona del euro y se anticipa un crecimiento moderado durante el tercer trimestre de este año. Y todo esto, en un entorno de ralentización económica

mundial que perjudica las exportaciones europeas, mientras que la asignatura de la gestión de la crisis de deuda soberana sigue pendiente para el año escolar que se inicia este mes de septiembre.

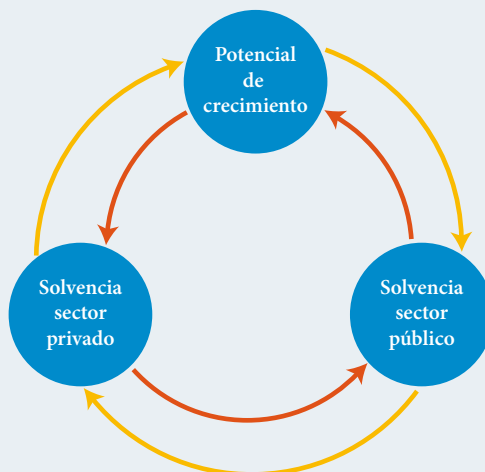
Los planes de rescate de Grecia, Portugal e Irlanda

La farmacología estudia los efectos de los fármacos sobre las personas. Su aplicación clínica es utilizada en el diagnóstico y alivio de síntomas de una enfermedad. Algunas veces, para iniciar un tratamiento rápido. Otras, cuando se desconoce el origen de la patología, se aplican medicamentos de amplio espectro para eliminar una extensa variedad de factores que podrían estar provocando la enfermedad. Es el caso, por ejemplo, de los antibióticos, aunque a veces estos tratamientos son duros y causan efectos no deseados.

Y es que se puede establecer una analogía entre la farmacología y los planes de rescate financieros de Grecia, Portugal e Irlanda, pues estos se han diseñado a medida para aplicar sus efectos beneficiosos y así alcanzar una nueva senda de crecimiento sostenible lo antes posible. Como sucede a veces en la farmacología, el remedio utilizado ha tenido que ser bastante generalista, ya que cuando se ha intervenido la crisis ya se había extendido al conjunto de la economía.

En Grecia, por ejemplo, el detonante de la crisis fue el importante deterioro de las cuentas públicas. Tras importantes revisiones al alza del nivel de deuda pública en enero del pasado año, a finales de 2010 esta se situó en el 143%

EL CÍRCULO VICIOSO DE LA CRISIS DE DEUDA SOBERANA



FUENTE: Elaboración propia.

del PIB. Como referencia sirva que, según el tratado de Maastricht, el nivel de deuda pública no debe exceder el 60% del PIB. Las medidas de austeridad que la situación requería tomar y el aumento de la incertidumbre que esta situación generó afectaron la solvencia del sector privado y la capacidad de crecimiento del conjunto de la economía, que ya no era demasiado elevada. Ello, a su vez, dificultó aún más el ajuste fiscal, haciendo que el país heleno entrara en una espiral perversa de la cual era prácticamente imposible escapar sin ayuda financiera externa.

En Irlanda el origen de la crisis fue el estallido de una burbuja inmobiliaria combinado con un sistema financiero muy sobredimensionado. En Irlanda, por ejemplo, los créditos representaban el 270% del PIB en 2009, mientras que en Grecia y Portugal esta cifra era del 90% y 174% respectivamente. El sistema financiero irlandés tuvo que asumir enormes pérdidas en sus préstamos hipotecarios. Las pérdidas tuvieron que ser nacionalizadas, produciéndose una transmisión de riesgo bancario a riesgo soberano. La deuda pública, que en 2007 representaba el 25% del PIB, el Fondo Monetario Internacional espera que alcance el 111% este año. En este caso, el deterioro económico del sector privado y público también acabó afectando la capacidad de recuperación del conjunto de la economía, hecho que agravó la situación de los sectores inmobiliario y financiero. Irlanda, por lo tanto, también acabó entrando en una espiral perversa y se vio obligada a pedir ayuda financiera.

Finalmente, en el caso de Portugal la baja productividad de su economía y el fuerte incremento de los salarios en los últimos quince años minaron la competitividad del país, que se tradujo en una pérdida de cuota en los mercados de exportación y un creciente déficit por cuenta corriente. Entre los años 2002 y 2007 la tasa de crecimiento promedio del PIB luso fue del 1,0% y en 2010 el déficit por cuenta corriente alcanzó el 10,3%. A pesar de que la deuda pública se encontraba en niveles relativamente más bajos que la griega, en 2008 representaba el 71,6% del PIB, la recesión también acabó presionándola al alza. El FMI espera que en 2011 se sitúe en el 111% del PIB. Dada la incapacidad de crecimiento mostrada durante la última década, era difícil pensar que sin reformas de calado la economía podría ahora levantar el vuelo y, por lo tanto, las dudas sobre la sostenibilidad de la deuda pública se dispararon. Como en los dos casos anteriores, ello hizo que Portugal también entrara en una espiral perversa de la que no podía salir sin acudir a ayuda financiera externa.

Cada programa de ayuda, por lo tanto, ha tenido que hacer hincapié en distintos aspectos, porque las debilidades de cada país son distintas. Al mismo tiempo, sin embargo, muchas de las medidas recomendadas son comunes y a que al final se vio afectado el conjunto de la economía de cada país. La consolidación fiscal es un objetivo para todos ellos y, por lo tanto, todos están tomando medidas para conseguirlo, pero este reto es especialmente importante para Grecia ya que tiene que conseguir rebajar el déficit fiscal del 15,5% del PIB que tenía en 2009 hasta el 2,6% en 2014. Para ello está tomado numerosas y dolorosas medidas orientadas a reducir el gasto público, como reducir drásticamente el número de funcionarios y su sueldo, rebajar el gasto social y aumentar los ingresos, eliminando varias deducciones o aumentando el IVA. El paquete también incluye un importante plan de privatizaciones empresariales, que el Gobierno espera que ayude a reducir considerablemente sus necesidades de financiación.

El paquete de Irlanda tiene como principales objetivos reestructurar el sistema financiero, reducir su tamaño, recapitalizarlo y mejorar la regulación bancaria. Todas estas iniciativas ya están en marcha y, de momento, progresan adecuadamente. El Banco Central de Irlanda está trabajando intensamente para crear dos grandes bancos, uno en torno al Bank of Ireland y otro centrado en el Allied Irish Banks. Las recapitalizaciones hechas han conseguido dotar al sector de un buen nivel de solvencia, como lo demuestran los resultados de los test de estrés publicados en julio, ya que los bancos irlandeses lo pasaron con nota. Además, se ha fijado un agresivo plan de desinversiones para que el sector recupere un tamaño sostenible.

Finalmente, las medidas acordadas en el plan de rescate portugués pretenden, sobre todo, mejorar la competitividad del país, además de reforzar el sistema financiero y devolver las finanzas públicas a un nivel de equilibrio en el corto plazo. Dada la imposibilidad de mejorar la capacidad exportadora del país con una devaluación de la moneda, Portugal llevará a cabo una devaluación interna. Para ello reducirá las cotizaciones sociales, de forma que el coste de la mano de obra se reducirá y, por lo tanto, el precio de los productos portugueses podrá ser más competitivo. Al mismo tiempo se aumentarán los impuestos indirectos, como el IVA, de forma que las arcas públicas no perderán ingresos. El Gobierno luso también ha puesto sobre la mesa un ambicioso plan de liberalización y privatización en sectores industriales, clave para mejorar su eficiencia. Finalmente, destaca también la profunda reforma del mercado laboral que el país llevará a cabo.

En definitiva, los planes económicos de rescate a medida son beneficiosos para los países que los implementan de la misma forma que algunas medicinas son más indicadas que otras, dependiendo de los pacientes y de las enfermedades que presenten. Claro que, igual que en la ciencia médica, un mal diagnóstico hace que las medicinas aconsejadas no sean útiles para la recuperación del paciente. Es decir, las medidas de política económica propuestas en los planes de rescate financiero pueden estar bien diseñadas, pero si las hipótesis de partida son incorrectas o demasiado optimistas, la eficacia de las mismas sería incierta.

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

Brusco frenazo de la locomotora alemana

Se esperaba una desaceleración de la economía germana después de un primer trimestre extraordinariamente bueno. No obstante, la primera estimación del PIB del segundo trimestre fue peor de lo esperado al arrojar un aumento trimestral de solo el 0,1%. Asimismo, la tasa intertrimestral del primer trimestre de 2011 fue revisada ligeramente a la baja hasta el 1,3%.

El exiguo crecimiento del segundo trimestre estuvo influenciado por una cierta ralentización de la economía global en el último periodo. Así, el sector exterior, que había contribuido notablemente en los últimos trimestres, tuvo una aportación negativa al aumentar más las importaciones que las exportaciones. No obstante, parte del ascenso de las importaciones derivó en un incremento de las existencias. Por otra parte, la deceleración del segundo trimestre se explica por un efecto de anticipación de la actividad de la construcción en el pri-

mer trimestre a causa de un invierno anormalmente suave. Por otro lado, el consumo perdió impulso apreciablemente, en parte por una mayor inflación.

A pesar del frenazo del segundo trimestre, la probabilidad de un descarrilamiento parece pequeña, pues si bien la mayor parte de los recientes indicadores de tendencia flojean, la economía teutona muestra un fondo de solidez que hace pensar más en un bache que en la entrada en un estancamiento. De hecho, en tasa interanual, que aproxima la tendencia, la expansión del PIB alemán se colocó en el 2,8%. Además, su nivel igualó el máximo histórico del primer trimestre de 2008, antes de la Gran Recesión.

Al principio del tercer trimestre las ventas de turismos se elevaron el 9,9% respecto a julio de 2010, después de una caída interanual en junio. Sin embargo, la confianza del consumidor se replegó, influida por la crisis de la deuda de la periferia de la eurozona, pero permanecía en un nivel eleva-

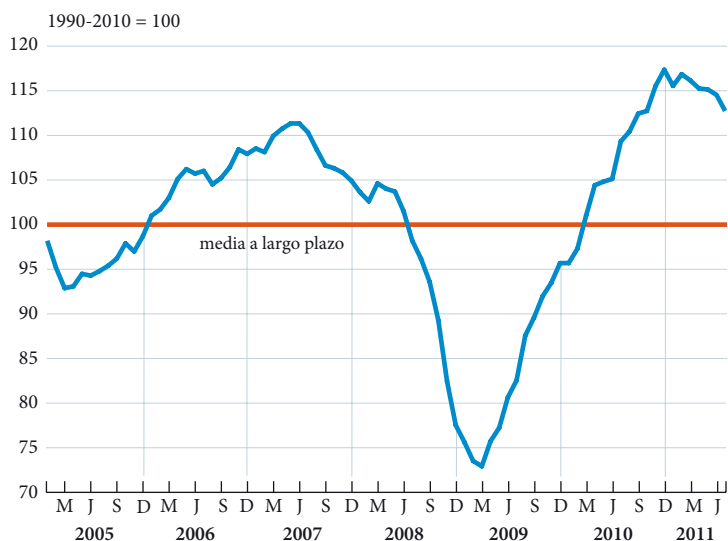
El exiguo crecimiento del 0,1% de la economía germana en el segundo trimestre decepciona...

...si bien se explica en parte por la extraordinaria expansión en el primer trimestre.

Más que en un descarrilamiento cabe pensar en un bache.

EL SENTIMIENTO ECONÓMICO SE ENTURBIA EN ALEMANIA

Indicador de clima económico



FUENTE: Comisión Europea.

ALEMANIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2009	2010	2010		2011		
			III	IV	I	II	Julio
PIB	-5,1	3,6	4,0	3,8	4,6	2,8	-
Ventas al por menor	-3,2	1,3	2,3	1,0	0,7	2,2	...
Producción industrial	-15,4	10,1	10,2	11,7	12,8	7,7	...
Índice de actividad empresarial (IFO) (*)	90,7	107,8	111,1	113,3	114,8	114,3	112,9
Tasa de paro (**)	7,7	7,0	6,9	6,6	6,4	6,1	...
Precios de consumo	0,4	1,1	1,2	1,5	2,1	2,3	2,4
Balanza comercial (***)	138,7	154,5	155,9	154,5	157,5	...	...

NOTAS: (*) Valor.

(**) Porcentaje sobre población activa, corregido de estacionalidad.

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

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

Revisamos la previsión del crecimiento de la economía teutona a la baja hasta el 2,9% en 2011.

do. En cuanto a la inversión, la utilización de la capacidad productiva se mantenía relativamente alta, lo que juntamente con unos tipos de interés reales bajos sugerían la continuación de su expansión, si bien posiblemente a un menor ritmo, dada una flexión del sentimiento económico general en los últimos meses.

Una visión similar se ofrece desde el lado de la oferta. Así, la confianza industrial perdió vigor en julio, pero se hallaba sensiblemente por encima de la media a largo plazo y la cartera de pedidos era robusta. La confianza en los servicios también cedió, pero igualmente era superior al promedio histórico. En cuanto a la construcción, los permisos de iniciación de viviendas se elevaron el 27,9% en el primer semestre con relación al mismo periodo del año anterior y el indicador de confianza del sector mostró una mejora a comienzos del tercer trimestre.

Por otra parte, la evolución del mercado laboral sigue apoyando al consumo. Así, después de un ascenso interanual de la ocupación del 1,4% en el segundo trimestre, el paro descendió en julio en términos desestacionalizados respecto al mes previo.

No obstante, el indicador BA-X de demanda de trabajo se redujo ligeramente en julio, aunque permanecía en un nivel elevado. Por otro lado, si bien la inflación de los precios de consumo aumentó ligeramente en julio hasta el 2,4%, el sexto mes consecutivo por encima del 2%, ello era debido primordialmente a la energía y podía esperarse una reversión del fenómeno.

A consecuencia de los nuevos datos coyunturales hemos revisado la previsión de crecimiento de la economía alemana para 2011 a la baja hasta el 2,9%, 4 décimas menos que anteriormente. Cabe señalar que subsisten riesgos ligados a la evolución de la crisis de la deuda soberana de los países de la periferia del área del euro, así como de una desaceleración más amplia de la economía global.

Estabilización del producto interior bruto francés en el segundo trimestre

Después de una sorpresa agradable en el primer trimestre, en el que la economía francesa registró un fuerte crecimiento, del 0,9% intertrimestral en datos revisados, la primera estimación del segundo

El consumo se comporta peor de lo esperado en el segundo trimestre en Francia.

trimestre proporcionó una decepción al registrar un estancamiento respecto al trimestre precedente. El impulso negativo provino del consumo de las familias, que retrocedió el 0,7%, después de un aumento trimestral del 0,4% en enero-marzo.

Esta caída se debió en parte a la supresión de la subvención para el cambio de los automóviles, que motivó un acusado descenso de las matriculaciones de coches. Además, tanto el consumo público como la inversión total se desaceleraron. De este modo, la contribución de la demanda interior al crecimiento del PIB trimestral fue de -0,2 puntos. Por el contrario, como nota positiva, la demanda exterior aportó 0,3 puntos al crecimiento trimestral, después de haber detraído medio punto en el primer trimestre. Respecto al mismo periodo del año anterior el PIB se ralentizó hasta marcar un incremento del 1,6%.

Los indicadores económicos disponibles del tercer trimestre no dejan demasiado margen al optimismo y en general se deterioraron. No obstante, son compatibles con un modesto crecimiento intertrimestral. Así, las ventas de turismos prácticamente se estancaron en julio con relación al mes previo en términos desestacionalizados. La confianza de los consumidores

se colocaba por debajo del promedio histórico al comienzo del primer semestre, por la preocupación de un alza futura del desempleo. En cuanto a la inversión, la utilización de la capacidad productiva disminuyó ligeramente y la confianza en la industria también, si bien el nivel de la cartera de pedidos era sensiblemente superior a un año antes en valor. Asimismo, la confianza de la construcción mejoró en julio. En conjunto, el indicador del sentimiento económico flojeó en julio, pero se mantenía por encima de la media a largo plazo.

El déficit del Estado en el primer semestre disminuyó el 0,5% en relación con el mismo periodo del año anterior y se situó en 61.349 millones de euros. Los gastos se redujeron el 5,3% interanual, en línea con lo previsto. Por su parte, los ingresos bajaron el 1,5%, afectados por cambios en el calendario de los impuestos. A pesar de esta moderación del déficit público la prima de riesgo de la deuda soberana francesa experimentó un episodio de repunte en las primeras semanas de agosto al extenderse rumores de una posible pérdida de la máxima calificación en el contexto de crisis de la deuda soberana de la periferia de la eurozona. Así, el diferencial de tipos de interés de las obligaciones del Estado

Cambio a la baja de la previsión de crecimiento del PIB galo en 2011 hasta el 1,8%.

FRANCIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2009	2010	2010		2011		Julio
			III	IV	I	II	
PIB	-2,6	1,4	1,6	1,4	2,1	1,6	-
Consumo de manufacturas por los hogares	-0,4	1,7	2,6	1,0	3,5	1,2	...
Producción industrial	-12,4	5,2	4,3	4,8	4,8	2,1	...
Tasa de paro (*)	9,5	9,8	9,8	9,7	9,7	9,6	...
Precios de consumo	0,1	1,5	1,5	1,7	1,8	2,1	1,9
Balanza comercial (**)	-45,1	-52,2	-51,9	-52,2	-59,7	-65,0	...

NOTAS: (*) Porcentaje sobre población activa, corregido de estacionalidad.

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

FUENTES: OCDE, Eurostat, INSEE, Comisión Europea y elaboración propia.

La economía transalpina crece levemente por encima de la eurozona en el segundo trimestre, pero las perspectivas no son boyantes.

a diez años francesas con las alemanas pasó de 40 puntos básicos al final del primer semestre de 2011 a un máximo de 79 el día 9 de agosto, si bien se moderó posteriormente.

En este marco, el día 10 de agosto en una reunión extraordinaria el Gobierno francés anunció que preparaba nuevas medidas de ajuste para afirmar la credibilidad del proceso de consolidación fiscal, que debe reducir el déficit público hasta el 3,0% del PIB en 2013. El día 24 de agosto el Gobierno francés concretó el plan para disminuir el déficit público en 12.000 millones de euros entre 2011 y 2012. Las propuestas incluyen la creación de una contribución especial para las rentas más altas, la supresión de una deducción en el impuesto sobre las plusvalías inmobiliarias y una elevación de la imposición sobre las rentas del capital, así como sobre las bebidas alcohólicas y azucaradas. Además, el Gobierno galo continúa impulsando el mandato constitucional de equilibrio de las finanzas públicas, para lo que debe conseguir el apoyo de las tres quintas partes de las dos cámaras parlamentarias.

A consecuencia del impacto de la ralentización de la economía global y en particular de la crisis de la deuda soberana en la

periferia del área del euro, así como después de los datos de contabilidad nacional del segundo trimestre, del pesimismo del consumidor galo y del endurecimiento presupuestario, hemos revisado a la baja la previsión del crecimiento económico francés en 2011. Así, lo situamos en un moderado 1,7%, en línea con el conjunto de la zona del euro.

Se reanima levemente el crecimiento económico en Italia

Después de situarse cerca del estancamiento en el primer trimestre, la economía italiana se reavivó ligeramente en el segundo. Así, el PIB subió el 0,3% en relación con el trimestre anterior, livianamente por encima de la eurozona. Esta recuperación fue impulsada por la industria y los servicios, ya que el valor añadido de la agricultura descendió. De todos modos, la tasa interanual disminuyó dos décimas hasta un modesto 0,8%.

En el tercer trimestre no parece que vaya a mejorar la coyuntura. Las ventas de automóviles cayeron en julio el 10,7% en relación con el mismo mes del año anterior. La confianza de los consumidores volvió a flojear dadas las incertidumbres economi-

ITALIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2009	2010	2010		2011		Julio
			III	IV	I	II	
PIB	-5,2	1,2	1,4	1,5	1,0	0,8	-
Ventas al por menor	-1,7	0,0	0,5	0,1	-0,2	...	...
Producción industrial	-18,7	6,5	7,6	5,2	2,2	2,0	...
Tasa de paro (*)	7,8	8,4	8,3	8,3	8,1	8,0	-
Precios de consumo	0,8	1,5	1,6	1,7	2,3	2,6	2,7
Balanza comercial (**)	-5,9	-29,3	-22,5	-29,3	-34,9	-36,1	...

NOTAS: (*) Porcentaje sobre población activa, corregido de estacionalidad.

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

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

cas y las oscuras perspectivas del mercado laboral. La reducción de la utilización de la capacidad productiva no apunta a una inversión vigorosa. Por otro lado, también bajaron en julio la confianza industrial y de los servicios, si bien aumentó en el comercio minorista. En conjunto, el indicador de sentimiento económico cedió en julio y se situó sensiblemente por debajo de su media a largo plazo.

En el transcurso de 2011 las cuentas del Estado italiano presentan una mejora. No obstante, el bajo ritmo de expansión de la actividad y el alto nivel de la deuda pública continuaron suscitando la preocupación de los mercados en el contexto de la crisis de la deuda soberana periférica de la eurozona. Ante la tensión de la prima de riesgo de la deuda pública soberana el Gobierno transalpino presentó a final de junio un nuevo plan de ajuste y aceleró su tramitación parlamentaria, de modo que se aprobó a mediados de julio.

Este paquete fijó finalmente en unos 80.000 millones de euros la reducción del endeudamiento neto, pero relegaba el grueso del ajuste a 2013 y 2014, estableciendo el equilibrio presupuestario para este último año. Entre otras medidas figuraban la racionalización del gasto sanitario con el copago en algunos casos, diversos ajustes en las pensiones, algunas alzas de los impuestos, como los de los carburantes, la reducción de los beneficios fiscales, así como el impulso de un programa de venta de acciones en poder del Estado. No obstante, al posponer la mayor parte de la consolidación hasta después de las elecciones parlamentarias en 2013, este

plan no logró la credibilidad por parte de los mercados financieros.

Así, a pesar de que los cinco bancos italianos que participaron directamente en las pruebas de estrés de la Autoridad Bancaria Europea publicadas a mediados de julio resultaron adecuadamente capitalizados, la prima de riesgo proseguía su escalada, y el día 4 de agosto el diferencial de tipos de interés de las obligaciones a diez años con las homólogas alemanas marcó un récord de 386 puntos básicos. En este contexto, el día 12 de agosto el Gobierno subalpino aprobó un nuevo paquete de medidas, que pasó al debate parlamentario.

La finalidad del nuevo plan es adelantar el equilibrio presupuestario a 2013. Las medidas contemplan la simplificación de la estructura administrativa central y local con una reducción de los costes operativos, una rebaja de la remuneración de los miembros del Parlamento entre el 10% y el 20% y la introducción de una contribución solidaria para los tres próximos años de entre el 5% y el 10% para las rentas más altas. Asimismo, también se propone la liberalización de las actividades profesionales, así como la privatización de los servicios públicos locales.

La intervención del Banco Central Europeo mediante la compra de deuda pública italiana y la presentación del nuevo plan de ajuste contuvieron la escalada de la prima de riesgo, que disminuyó hasta unos 270 puntos básicos a mediados de agosto. No obstante, este nivel es relativamente elevado y superaba levemente al de la deuda española. En este entorno, parece difícil que el crecimiento del PIB supere el 1% en 2011.

La prima de riesgo de la deuda italiana marca un récord a principios de agosto...

...y su escalada solo se contiene con la intervención del Banco Central Europeo y la presentación de un nuevo plan de ajuste por parte del Gobierno subalpino.

¿Una tragedia griega?

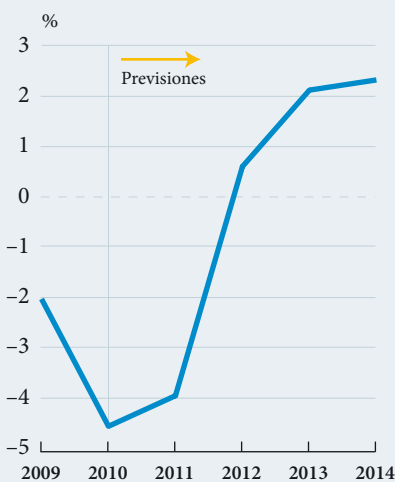
Si un bono ofrece una rentabilidad anual del 30%, es porque es muy probable que el deudor no pague a tiempo o que no pague todo lo que debe. Pues bien, esta era aproximadamente la rentabilidad que ofrecían los bonos a dos años del Gobierno griego a finales de junio. Para entonces, y para muchos incluso desde mucho antes, era del todo evidente que el programa de rescate de mayo de 2010 no bastaba para resolver la crisis griega era incuestionable. En julio de este año, el Consejo de la UE propuso un nuevo paquete de asistencia financiera que da más tiempo a la economía griega para intentar enderezar la situación. La desconfianza, sin embargo, persiste.

Duro, optimista e ingenuo son calificativos que pueden utilizarse para definir el rescate de 110 mil millones de euros aprobado por el FMI y la UE en mayo de 2010. Duro porque exige una reducción del déficit fiscal de 13 puntos del PIB entre 2009 y 2014 (desde el 15,5% del PIB hasta el 2,6% del PIB), con buena parte del ajuste concentrado en los primeros años. También porque, originalmente, los fondos de ayuda se ofrecían a un tipo de interés alto (en el caso de los préstamos de la eurozona se aplicaba un margen de 3,5 puntos porcentuales por encima del euríbor a 3 meses). El plan era optimista porque infraestimaba las dificultades que tendría la economía griega para volver a crecer en un contexto de fuerte ajuste fiscal. Por ejemplo, mientras se preveía que el PIB caería un 2,6% en 2011, el propio Gobierno griego cree ahora que el retroceso podría alcanzar el 4,0%. Por último, el plan pecaba de ingenuo en la medida en que suponía que Grecia podría volver a financiarse en los mercados de capital privados en 2012, aun cuando estimaba que para entonces el peso de la deuda pública sería equivalente al 150% del PIB. Las rentabilidades exhibidas por la deuda griega recientemente dejan claro que Grecia está lejos de poder acceder a financiación privada a un coste razonable. Así pues, se requería una alternativa para cubrir los más de 125 mil millones de euros que Grecia confiaba poder conseguir de los inversores privados entre 2012 y 2014.

El nuevo rescate pretende cubrir estas necesidades de financiación a la vez que mejora las condiciones financieras de los préstamos oficiales. Se trata de un paquete de 109 mil millones de euros (de los cuales 80 mil millones

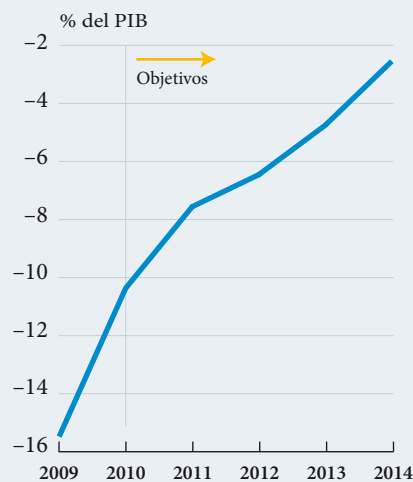
LA PROLONGADA RECESIÓN DE LA ECONOMÍA GRIEGA...

Crecimiento del PIB



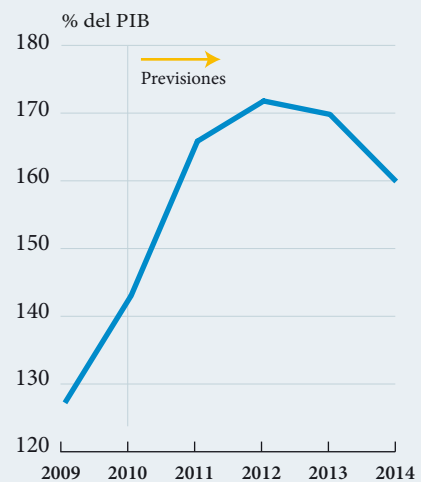
...DIFICULTA LA DE REDUCCIÓN DEL DÉFICIT...

Saldo fiscal



...Y LA REDUCCIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA

Deuda pública bruta



FUENTE: Fondo Monetario Internacional (julio 2011).

corresponden a la eurozona y el resto al FMI) que se ofrecerá a unos tipos de interés más bajos (en el caso de los fondos europeos, al coste de emisión de la Facilidad Europea de Estabilización Financiera, FEEF) y a unos plazos más largos. Esta mejora de las condiciones también se aplicará al paquete anterior, lo que implicará que los tipos de interés se vean reducidos hasta un 3,5% aproximadamente y que los plazos máximos se alarguen desde los 7,5 años hasta los 30 años. Asimismo, para facilitar la recuperación económica de Grecia, la UE también se ha comprometido a aumentar las inversiones financiadas con fondos estructurales.

Además, fruto de la insistencia de Alemania, los gobiernos de la zona del euro han conseguido arrancar al sector privado una oferta para participar voluntariamente en la financiación de Grecia con unos 50 mil millones de euros. El ofrecimiento incluye un menú de opciones para intercambiar bonos que vencen en los próximos años por nueva deuda a unos plazos de 15 o 30 años y a unos tipos de interés promedio del 5,5%. De esta manera, el sector privado podría contribuir con unos 37 mil millones a las necesidades de financiación griegas entre 2011 y 2014. Por otra parte, también está previsto establecer un fondo para recomprar deuda griega en el mercado secundario (un programa al que el sector privado aportará unos 13 mil millones de euros). Entre el intercambio de bonos, que en alguna de sus opciones implicará un descuento del valor nominal de la deuda, y la recompra de bonos por debajo de la par, se estima que Grecia podría ver reducida su deuda en unos 27 mil millones, equivalentes a un 12% del PIB.

En conjunto, se trata de un paquete bastante generoso, incluso más de lo que se esperaba. Sin embargo, cinco semanas después del anuncio del Consejo Europeo la rentabilidad del bono griego a 2 años supera el 40% anual. ¿Por qué este nuevo plan no despeja las incertidumbres? Las razones son varias: el nuevo paquete todavía no es operativo y algunos países, como Finlandia, se resisten a participar si no reciben garantías para el caso de un posible impago de Grecia al FEEF (una exigencia que no destila mucha confianza en el éxito del plan de rescate); a pesar de la reestructuración de parte de la deuda, su peso continuará siendo muy elevado (se prevé que la deuda bruta se sitúe alrededor del 160% del PIB en 2014), por lo que muchos consideran que una futura quita será difícil de evitar; los objetivos de déficit fiscal tampoco se han modificado y continúan siendo difíciles de conseguir, tanto por razones políticas como económicas; y, por último, persiste el escepticismo sobre el sistema de gobernanza económica de la zona euro, a todas luces incompleto.

En este sentido, el Consejo Europeo aprobó, junto con el rescate de Grecia, una serie de medidas para frenar el contagio de la crisis griega pero no van lo suficientemente lejos para despejar las dudas que afectan a aquellos países con altos niveles de deuda o de déficit. En concreto, se ha flexibilizado el FEEF para que pueda comprar deuda pública de cualquier país de la zona euro en el mercado secundario bajo determinadas condiciones (un cometido que, por ahora, realiza a regañadientes el BCE) y financiar la recapitalización de instituciones financieras, incluso en países no sujetos a un programa de rescate. Desafortunadamente, el Consejo no creyó oportuno aumentar la dotación del FEEF, lo que resta credibilidad a estas reformas. Tampoco contempla, por ahora, la posibilidad de emitir bonos conjuntos para financiar a los distintos Estados miembros (los llamados eurobonos). No es difícil comprender la resistencia política de los países más ricos de la zona del euro a una mayor integración fiscal, por muy razonable que sea desde un punto de vista conceptual.

En definitiva, la crisis griega está lejos de resolverse. Los retos a los que se enfrenta el país continúan siendo mayúsculos y el apoyo de la UE exige una pérdida de soberanía fiscal difícil de gestionar políticamente. Es altamente probable que sea necesaria una nueva reestructuración de la deuda con quitas sustanciales. Más remota, por los costes tanto para Grecia como para el conjunto de la zona del euro, es la posibilidad de que se produzca un *default* desordenado y que Grecia abandone el euro. Sería un final de tragedia griega.

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

El dato de crecimiento británico del segundo trimestre fue débil.

El entorno de ajuste fiscal y el deterioro de la renta disponible de las familias apuntan hacia un crecimiento moderado en lo que queda de año.

Reino Unido: convulsión social en un entorno económico complicado

La convulsión social vivida en el Reino Unido ha sorprendido a todos y ha puesto en duda la capacidad de liderazgo del *premier* británico en un momento en el que esta es vital para poder reconducir el curso de la economía. Y es que los datos económicos siguen empeñados en apuntar hacia la tendencia de desaceleración económica en el Reino Unido, situación que ya estaba descontada desde hace meses por el consenso de las previsiones económicas.

Incluso el Banco de Inglaterra en su *Inflation Report* de agosto revisaba a la baja las perspectivas de crecimiento del país, mientras el gobernador del banco emisor, Mervyn King, advertía del riesgo de que en los próximos meses la inflación podría superar de forma transitoria el 5%. De momento, el último dato del IPC del mes de julio se mantiene en un tozudo 4,4%. En las actas de la reunión de los días 3 y 4 de agosto, los miembros del Comité de Política Monetaria del banco central manifestaron unanimidad en mantener el tipo de interés oficial en el 0,5% ante el deterioro

de las perspectivas económicas. Hay que recordar que en reuniones anteriores algunos miembros incluso habían votado a favor de una subida del tipo de interés director nominal. Algo que, a día de hoy, se antoja muy lejano.

Ciertamente el crecimiento del PIB del segundo trimestre se desaceleró hasta el 0,2% intertrimestral desde el 0,5% del primer trimestre, mientras que el crecimiento interanual pasó del 1,6% al 0,7%. Este dato refuerza la tesis de que la recuperación se seguirá produciendo de forma muy pausada. Esta lentitud está pesando sobre el ánimo de las familias y ello lastra la capacidad de recuperación del consumo privado. Si en junio las rebajas animaron a los británicos, en julio el dato de ventas minoristas volvió a mostrar una gran debilidad. Además, el mercado laboral sigue sin mostrar síntomas claros de mejora y, de hecho, en el mes de julio esta aumentó ligeramente hasta el 4,9%.

Resumiendo, la coyuntura económica se mueve en unos parámetros de fuerte debilidad: entre un duro ajuste fiscal y una pobre evolución de la renta neta disponi-

REINO UNIDO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2009	2010	2010		2011		Julio
			III	IV	I	II	
PIB	-4,9	1,3	2,5	1,5	1,6	0,7	-
Ventas al por menor	1,0	0,4	0,6	-0,1	2,2	0,9	0,1
Producción industrial	-10,1	2,1	3,1	3,3	1,9	-0,8	...
Tasa de paro (1)	4,7	4,7	4,6	4,5	4,5	4,7	4,9
Precios de consumo	2,1	3,3	3,1	3,4	4,2	4,4	4,4
Balanza comercial (2)	-82,4	-96,4	-91,1	-96,4	-98,4	-98,6	...
Tipo de interés libor 3 meses (3)	1,2	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8
Tipo de cambio efectivo nominal de la libra (4)	73,9	80,4	81,5	79,3	79,2	78,6	77,2

NOTAS: (1) Porcentaje sobre población activa.

(2) Saldo acumulado de 12 meses. Miles de millones de libras esterlinas.

(3) Promedio del periodo.

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

FUENTES: OCDE, Banco de Inglaterra, ONS, Comisión Europea y elaboración propia.

ble de las familias, debido al aumento del paro y al alto nivel de la inflación, que es superior al incremento de los salarios. Un entorno complicado que hace que probablemente tengamos que revisar de nuevo a la baja nuestra previsión de crecimiento del PIB del Reino Unido para 2011, actualmente en el 1,6%. Sin embargo, mantendremos nuestra previsión del 4,3% para la inflación en 2011, pues a pesar de los incrementos de precios de servicios básicos energéticos, que se irán trasladando a los consumidores en sus facturas de luz y gas durante los próximos meses, pensamos que posteriormente la inflación descenderá debido a la cancelación de varios efectos transitorios que han hecho incrementar el nivel de precios británicos durante los últimos registros.

Europa emergente: ¿hacia un cambio de escenario?

En el inicio del verano preocupaban tres aspectos de la coyuntura macroeconómica de Europa emergente. El que quizás era

más acuciante era la deriva de los precios, que amenazaba con instalar a la inflación en cotas elevadas. En segundo lugar, se seguía con inquietud los desarrollos financieros que acompañaban a la crisis de la deuda soberana en las economías periféricas de la eurozona. Finalmente, una tercera cuestión era calibrar el alcance de lo que por entonces se percibía como una cierta moderación de la actividad. Los acontecimientos de los meses de julio y agosto han tendido a dar más peso a la última de estas tendencias, sin que ello suponga que las otras dos estén definitivamente resueltas.

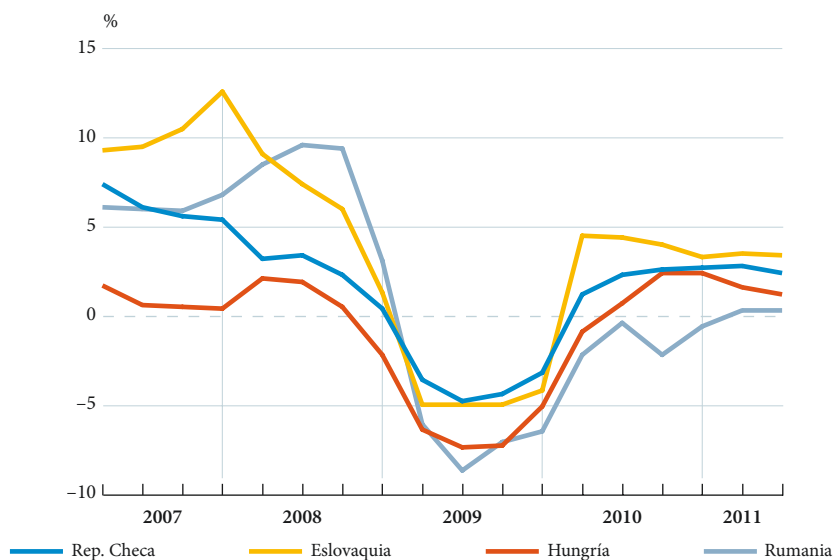
Así, y a falta de disponer de los datos de Polonia, las cifras de crecimiento económico del segundo trimestre han sido más bajas de lo que se esperaba. Cuando las previsiones apuntaban a una aceleración del ritmo, la realidad ha sido que en Hungría, República Checa y Eslovaquia el PIB se ha desacelerado en tasa interanual, manteniéndose en el caso rumano el débil registro del primer trimestre sin variación. El elemento común que explica esta ralen-

En Europa emergente la preocupación sobre la pérdida de ritmo del crecimiento se torna la más acuciante.

En el segundo trimestre la tendencia predominante es a la desaceleración de la actividad.

LA RECUPERACIÓN PIERDE RITMO EN EUROPA EMERGENTE

Porcentaje de variación interanual del PIB real



FUENTES: Eurostat y Thomson Reuters Datastream.

El crecimiento es más débil en Rumania y Hungría, dos países en proceso de ajuste macroeconómico.

tización es el empeoramiento de la actividad en Alemania y en otras economías de la Unión Europea que concentran el grueso de las exportaciones de la Europa central y oriental.

Como se puede apreciar en el gráfico anterior, el crecimiento ha sido moderado en Rumania y Hungría, dos estados que están en proceso de ajuste macroeconómico y cuya principal fuente de actividad están siendo las exportaciones. En cambio, el ritmo de avance del PIB ha sido notoriamente mejor en la República Checa y Eslovaquia, dos países que han podido paliar en parte el empeoramiento exportador con un mayor ritmo de la demanda interna.

A partir de esta moderación del crecimiento en el segundo trimestre, ¿qué se puede esperar para los meses venideros? Los escasos indicadores de actividad del tercer trimestre, y en especial los datos de sentimiento económico relativos a julio, sugieren que la desaceleración se mantiene en dicho periodo. Se trata de una evolución consistente con la de los indicadores de actividad de la eurozona, que también están siguiendo una senda descendente, y que justifica que se espere una segunda mitad del año de actividad moderada en las economías que comparten la moneda única. En esta tesitura, sería sorprendente que el crecimiento en Europa emergente se acelerase de forma apreciable en lo que resta de año.

La mala noticia que representa esta pérdida de pulso económico se ha visto compensada por dos desarrollos que se pueden valorar positivamente. La inflación, que se instaló en mayo pasado en cotas cercanas al 5% interanual, y por tanto en una zona que amenazaba el cumplimiento de los objetivos de inflación de los bancos centrales de la región, ha disminuido hasta la zona del 3,5% en solo dos meses. Se trata

de una evolución que se beneficia de la desaceleración de los precios de la energía y los alimentos, dos tendencias que se prevé que se mantengan en los próximos meses.

Un segundo frente cuyo desarrollo es menos preocupante de lo esperado meses atrás es el de las repercusiones en la región de la crisis de la deuda soberana europea. La evolución de las primas de riesgo de las cinco economías que habitualmente reseñamos en estas páginas (Polonia, Hungría, la República Checa, Eslovaquia y Rumania), muestra que los inversores únicamente han percibido un aumento del riesgo de solvencia público en el caso magiar.

Se trata de una posición que tiene su fundamento en el hecho de que Hungría mantiene un endeudamiento público sensiblemente superior a los habituales en la región: equivalente al 80% del PIB en Hungría, frente a valores en la zona del 30%-40% en los casos de Rumania, la República Checa y Eslovaquia, o del 55% en Polonia. Esta clara discriminación del riesgo por parte de los mercados financieros permite descartar de momento la hipótesis más negativa, la de contagio regional generalizado.

En resumen, Europa emergente, una región estrechamente ligada comercial y financieramente con los países centrales de la Unión Europea, acompaña a estas economías en una etapa de menor crecimiento económico. Por el momento, el escenario más probable es el de una fase de desaceleración transitoria y de una intensidad moderada, que afectará fundamentalmente a la segunda parte de 2011. Todo ello, no obstante, siempre que los mercados financieros sigan hilando fino en la discriminación geográfica de los riesgos y que Alemania supere pronto su inesperado debilitamiento cíclico.

La inflación empieza a moderarse.

Ausencia de contagio financiero generalizado de la crisis de la deuda, aunque preocupa el endeudamiento público de Hungría.

MERCADOS FINANCIEROS

Mercados monetarios y de capital

La tormenta se convierte en vendaval

Desde principios del segundo trimestre, la dinámica financiera internacional ha venido determinada por la confluencia de varios factores cuya repercusión en los mercados se caracteriza por un brusco movimiento de «huida hacia la calidad» en el comportamiento de los inversores, con fuertes caídas en las bolsas. Entre ellos destaca, en primer lugar, el proceso de ralentización del crecimiento económico, principalmente en Estados Unidos. En segundo lugar, el cariz restrictivo de la política económica en los países emergentes ante el riesgo de sobrecalentamiento. Tercero, la prolongación de la crisis de deuda soberana de la periferia europea, tanto en el tiempo como en el número de países afectados. Y finalmente, el inacabado proceso de regulación del sector financiero.

En agosto, se ha agudizado la intensidad de las turbulencias, recordando por momentos el drama del otoño de 2008. Seguramente, los efectos de estos factores y los distintos procesos de reconducción de los mismos sigan marcando el ritmo de los mercados financieros por algún tiempo; pero parece razonable esperar que se vayan diluyendo, de manera que las perspectivas para el medio y largo plazo deberían estar caracterizadas por el regreso de tasas de expansión positivas y la recuperación de la confianza de los inversores.

Reserva Federal y BCE, dos maneras distintas de encarar las crisis

En los últimos dos meses se han apreciado varios síntomas que confirman la mode-

ración del ritmo de crecimiento de la economía a nivel global. Los *shocks* adversos acontecidos en marzo (como el seísmo de Japón y las revueltas socio-políticas en Oriente Medio) contribuyeron a desencadenar una fase de moderación de la actividad, cuyo perfil en un principio debería ser pasajero. Dado que este proceso difiere según el área geográfica, al igual que ocurre con los riesgos inflacionistas vinculados al encarecimiento tendencial de las materias primas, las decisiones de las autoridades monetarias han sido dispares según el país. Así, por ejemplo, mientras la Reserva Federal ha garantizado el perfil laxo de la política monetaria para los próximos dos años, el Banco Central Europeo ha optado por subir de nuevo el tipo oficial, al igual que el banco central de China y los de otros países emergentes.

En Estados Unidos, la Reserva Federal (Fed) –tras la reunión del comité de política monetaria celebrada el 9 de agosto– expuso con notable claridad las principales conclusiones de su análisis del escenario económico actual y las directrices de la estrategia de política monetaria acordadas. A la sombra de los flojos datos de crecimiento publicados en julio, el presidente de la entidad, Ben Bernanke, reconoció que el grado de ralentización de la economía a lo largo de este año estaba siendo superior a lo previsto inicialmente. Indicadores de relevancia, como el consumo de las familias o la inversión no residencial, han dando muestras de debilidad, y la actividad de algunos sectores, como el residencial, permanece moribunda. En este contexto, desde la Fed se considera que las perspectivas para el mercado laboral se presentan todavía muy frágiles, y es bási-

La ralentización del crecimiento condiciona la evolución de los mercados.

Las estrategias de política monetaria difieren según el área geográfica.

Bernanke reconoce que el ritmo de crecimiento se ha frenado más de lo que esperaba.

La Fed anuncia que mantendrá los tipos de interés en los niveles actuales durante los próximos dos años.

Bernanke no descarta un nuevo programa de estímulo cuantitativo (QE3).

El BCE sube los tipos de interés y enfatiza la vigilancia sobre la inflación.

camente por esta razón por la que la entidad decidió mantener el tipo de interés oficial en los niveles mínimos posibles (0%-0,25%).

Con respecto a la estrategia futura de política monetaria, la Fed hizo un anuncio extraordinario: según sus estimaciones económicas para los próximos trimestres, y teniendo en cuenta el impacto que pueda tener sobre el crecimiento la aplicación del plan de reducción del déficit fiscal aprobado en el Congreso (cuyo propósito es reducir el déficit en 2,8 billones de dólares), la autoridad monetaria se comprometió a mantener los tipos de interés oficiales en el rango mínimo de 0% y 0,25% hasta mediados de 2013. En palabras de Bernanke, el propósito de esta inusual decisión es hacer todo lo necesario para la recuperación económica, dado que considera acotados los riesgos de inflación. Adicionalmente, la Fed seguirá reinvertiendo los intereses y el principal de la deuda pública y de los bonos hipotecarios que tiene en cartera. Sobre la cuestión de eventuales medidas adicionales de política monetaria cuantitativa (el denominando Quantitative Easing 3, QE3), aunque no hizo mención explícita a las mismas, sí que manifestó la predisposición de la entidad para actuar sin reparos en cuanto considerasen que las condiciones económicas y financieras lo requieren. En definitiva, todo apunta a que a corto plazo el enfoque de la Fed es proporcionar unas condiciones extremadamente laxas, y que el debate sobre la «estrategia de salida» vuelve a quedar aplazado para más adelante.

En la eurozona, el Banco Central Europeo (BCE), en el contexto de su estrategia de normalización iniciada en abril, aumentó el tipo de interés rector en 25 puntos básicos hasta alcanzar el 1,5% en la reunión de julio, para posteriormente mantenerlo en la cita de agosto. El movimiento, que ya había sido anticipado por el propio presidente de la entidad, Jean-Claude Trichet, se justificó como respuesta a la persisten-

cia de riesgos inflacionistas significativos a medio plazo. En efecto, el sesgo del mensaje en ambas reuniones estuvo claramente dominado, al igual que en meses anteriores, por el objetivo de asegurar la estabilidad de precios en la región, bajo la consideración de que los fundamentos económicos aconsejan, en opinión del BCE, una progresiva normalización de las condiciones monetarias. No obstante, en las últimas semanas, y al hilo de la moderación del crecimiento y el abaratamiento de las materias primas, las expectativas del mercado sobre la actuación futura del BCE han experimentado un cambio drástico, hasta el punto de que ahora ya no se esperan más subidas de tipos durante lo que queda de año.

En cuanto a las medidas monetarias no convencionales, el BCE decidió mantener las medidas ya existentes (facilidades ilimitadas de liquidez a 1 y 3 meses). En la reunión del 4 de agosto, las amplió con una subasta de liquidez con las mismas características que las anteriores pero con vencimiento a 6 meses, en respuesta a las dificultades de financiación que algunos bancos de la región siguen encontrando a causa de la crisis del crédito soberano. Sobre su labor en la resolución de la crisis de deuda soberana, el BCE ha adoptado un papel muy activo, siempre con el fin de reducir la tensión en los mercados de crédito y sostener el nivel de confianza de los inversores. De una parte, el BCE suspendió la aplicación del umbral mínimo de calificación a los activos emitidos por el Gobierno de Portugal a la hora de recibirlos como colateral de sus préstamos. De otra, participó en la negociación del segundo rescate financiero de Grecia y en el acuerdo de flexibilización de las competencias del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera. En las primeras semanas de agosto, ante la creciente incertidumbre por el contagio de la crisis de deuda soberana, el BCE reanudó con determinación las compras de bonos de los países en difi-

cultades, en concreto bonos emitidos por los Tesoros de España e Italia.

Por su parte, el tono de la política monetaria de los países emergentes continúa siendo restrictivo, en respuesta a la avanzada fase del ciclo económico en la que se encuentran. El elevado ritmo de actividad alcanzado en los últimos dos años ha dado lugar a síntomas propios de situaciones de sobrecalentamiento económico. Elementos como el aumento de las presiones inflacionistas en los productos de consumo básico, el exceso de crédito y la formación de burbujas en algunos activos son más que suficientes para que las autoridades monetarias de estos países sigan adoptando medidas restrictivas de política mone-

taria. El ejemplo más representativo ha sido el banco central de China, que acordó la quinta subida de tipos en ocho meses (aumentando 25 puntos básicos el tipo recortador hasta el 6,56%), como medida para frenar una tasa de inflación que ha escalado a niveles demasiado elevados. No obstante, en los últimos meses ya se ha empezado a observar una moderación en la expansión del crédito y la actividad, que sería compatible con el inicio de un «aterrizaje suave» y, posiblemente, la finalización de la etapa de endurecimiento monetario.

Bajo este marco de estrategias de política monetaria dispares entre Estados Unidos y la eurozona, los tipos de interés de los mercados interbancarios han evolucionado

El BCE compra deuda soberana de los países de la periferia de la eurozona.

Los países emergentes continúan restringiendo su política monetaria.

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						
2010									
Julio	1,00	0,90	1,42	0,25	0,45	0,24	0,50	0,75	0,42
Agosto	1,00	0,89	1,42	0,25	0,30	0,24	0,50	0,73	0,59
Septiembre	1,00	0,89	1,43	0,25	0,29	0,22	0,50	0,73	0,32
Octubre	1,00	1,03	1,52	0,25	0,29	0,20	0,50	0,74	0,23
Noviembre	1,00	1,03	1,53	0,25	0,30	0,19	0,50	0,74	0,20
Diciembre	1,00	1,01	1,51	0,25	0,30	0,19	0,50	0,76	0,20
2011									
Enero	1,00	1,07	1,64	0,25	0,30	0,19	0,50	0,78	0,26
Febrero	1,00	1,09	1,77	0,25	0,31	0,19	0,50	0,80	0,10
Marzo	1,00	1,24	2,00	0,25	0,30	0,20	0,50	0,82	0,28
Abril	1,25	1,35	2,12	0,25	0,27	0,20	0,50	0,82	0,24
Mayo	1,25	1,43	2,14	0,25	0,25	0,20	0,50	0,83	0,26
Junio	1,25	1,55	2,16	0,25	0,25	0,20	0,50	0,83	0,28
Julio	1,50	1,61	2,18	0,25	0,26	0,20	0,50	0,83	0,24
Agosto (1)	1,50	1,53	2,07	0,25	0,30	0,19	0,50	0,87	-0,15

NOTAS: (1) Día 22.

(2) Tipo de interés marginal. Últimas fechas de variación del tipo mínimo: 4-12-08 (2,50%), 5-3-09 (1,50%), 2-4-09 (1,25%), 7-05-09 (1,00%), 7-4-11 (1,25%), 4-8-11 (1,50%).

(3) Últimas fechas de variación: 11-12-07 (4,25%), 22-01-08 (3,50%), 30-01-08 (3,00%), 18-03-08 (2,25%), 30-04-08 (2,00%), 8-10-08 (1,5%), 29-10-08 (1%), 16-12-08 (0%-0,25%).

(4) Últimas fechas de variación: 10-04-08 (5,00%), 8-10-08 (4,5%), 6-11-08 (3,0%), 4-12-08 (2,0%), 7-01-09 (1,5%), 5-02-09 (1,0%), 5-03-09 (0,50%).

(5) Tipo de interés interbancario.

FUENTES: Bancos centrales nacionales, Bloomberg y elaboración propia.

El mercado interbancario europeo sufre un modesto rebrote de las tensiones.

do en función de las expectativas de los inversores sobre las actuaciones de las respectivas autoridades monetarias, así como al compás de los acontecimientos en torno a la crisis de deuda soberana y sus repercusiones sobre la financiación de los bancos.

En el caso del mercado norteamericano, los tipos interbancarios experimentaron entre julio y agosto un leve incremento, como resultado de la incertidumbre en torno a las negociaciones sobre el techo de endeudamiento y por la preocupación sobre la salud del sector bancario internacional. Pero este aumento, atribuible a las primas de riesgo, ha sido muy modesto si se compara con lo acontecido en otoño de 2008 tras el colapso de Lehman Brothers. En este sentido, el anuncio de la Fed de retrasar las subidas de tipos de interés hasta dentro de dos años, se presenta como elemento clave para que se preserve la estabilidad en este mercado de cara a los próximos meses.

Standard & Poor's rebaja el rating de la deuda de Estados Unidos.

La evolución ha sido algo más agitada en el caso del mercado interbancario europeo. El tipo de interés euríbor a un año moderó su ascenso en julio, situándose en niveles cercanos al 2,20%, a la vista de las muestras cada vez más claras de moderación del crecimiento mundial. En el transcurso del mes de agosto la evolución fue a la baja por primera vez en el año, movimiento que además esconde una notable divergencia entre los elementos integrantes de este tipo de interés. Por un lado, el componente libre de riesgo protagonizaba un notable descenso, en respuesta a la expectativa de los inversores de que la desaceleración global acabará afectando a Europa y llevará al BCE a detener su estrategia de subidas progresivas del tipo oficial. Por el contrario, las primas de riesgo (de crédito y de liquidez) se incrementaban notablemente, a medida que se constataba un aumento del deterioro de las crisis de deuda soberana y una cierta desconfianza entre las entidades financieras a la hora de prestarse fondos. Esta circunstancia pro-

La rentabilidad de la deuda de Estados Unidos y Alemania registra nuevas caídas.

vocó, simultáneamente, un aumento de la demanda de financiación de las entidades bancarias al banco central.

Los inversores buscan refugio en la deuda de Estados Unidos y Alemania

Las tasas internas de rentabilidad (*yields*) de la deuda pública de las principales economías occidentales, en particular Estados Unidos y Alemania, siguieron inmersas en la trayectoria bajista iniciada en la primavera. Se han alcanzado cotas muy bajas en términos históricos. En el caso de Estados Unidos las rentabilidades de los bonos a dos y diez años descendieron hasta niveles de 0,20% y 2,10%, respectivamente. Entre los factores que explican este nuevo episodio de caídas en las *yields* destaca, por encima de todo, el paulatino deterioro de los principales indicadores macroeconómicos y la rebaja de las expectativas de consenso para el crecimiento. Adicionalmente, el nuevo plan de ajuste presupuestario alcanzado en el Congreso de Estados Unidos ha alejado la posibilidad de un «*default técnico*». En el plan se contempla la reducción del déficit público en 2,8 billones de dólares a lo largo de la próxima década. Un evento que generó enorme eco mediático, pero escaso impacto en el mercado, fue la rebaja de *rating* de la deuda de Estados Unidos realizada por Standard & Poor's. La agencia retiró la calificación AAA para situarla en AA+, puesto que considera insuficiente el acuerdo de reducción del déficit pactado en el Congreso y teme el elevado nivel de deuda al que se enfrenta el país a medio plazo. Sin embargo, los inversores parecen seguir confiando plenamente en la deuda norteamericana, y su prima de riesgo permanece en niveles reducidos. Otro factor que no ha impedido el descenso de las *yields* ha sido el fin del segundo programa de compra de bonos de la Fed (QE2). La presencia activa del banco central aportaba cierto soporte al mercado de deuda, pero lo cierto es que desde su retirada el último día de junio, la

yield del bono a diez años ha extendido su descenso y el aumento de la volatilidad no ha sido excesivamente intenso.

En el caso de la eurozona, la rentabilidad de la deuda soberana alemana ha mostrado un comportamiento similar al de la norteamericana. Las *yields* de los bonos a dos y diez años germanos descendieron hasta el 0,60% y el 2,12%, respectivamente. Una vez más, el deterioro de la crisis de deuda soberana de la periferia y el miedo al contagio a otras economías de la región han alimentado un cambio en las preferencias de los inversores, que han optado por activos de menor riesgo o mayor calidad, como es el caso de la deuda alemana. Aunque este comportamiento se está prolongando desde la primavera, su carácter debería ser transitorio si se atiende a la información favorable que se desprende del análisis económico fundamental del área.

Por su parte, las primas de riesgo de los países periféricos han tenido una evolu-

ción extremadamente errática y desigual. Una vez firmado el acuerdo del segundo rescate a Grecia entre la UE, el BCE y el FMI (por el cual se le ofrecerá una financiación de 109.000 millones de euros, incluyendo la participación del sector privado por valor de 37.000 millones), y después de haber pactado la mejora de la eficacia de los instrumentos de estabilización (Fondo Europeo de Estabilidad Financiera), las primas de riesgo soberano de los países en dificultades cedieron posiciones. La tregua duró poco, puesto que la incertidumbre sobre la implementación efectiva de los acuerdos provocó que el temor al contagio se adueñara una vez más del sentimiento del mercado, con las miras apuntando a Italia y España. En ambos casos, el progresivo aumento del coste de financiación en los mercados internacionales –que superó el 6% para los bonos a diez años– precipitó la intervención del BCE en los mercados secundarios comprando bonos de ambos países. Gracias a esta actuación, y a las medidas estructurales adicio-

La deuda soberana alemana se beneficia de su consideración de activo refugio.

El miedo al contagio de la crisis de deuda soberana genera un aumento de las primas de riesgo de Italia y España.

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
2010								
Julio	2,67	2,95	4,21	3,95	2,91	1,07	3,33	1,46
Agosto	2,12	2,47	4,05	3,83	2,47	0,97	2,83	1,13
Septiembre	2,28	2,66	4,12	3,88	2,51	0,94	2,95	1,40
Octubre	2,52	2,91	4,21	3,94	2,60	0,94	3,08	1,49
Noviembre	2,67	3,15	5,50	4,67	2,80	1,19	3,23	1,56
Diciembre	2,96	3,36	5,45	4,82	3,29	1,13	3,40	1,72
2011								
Enero	3,16	3,53	5,37	4,72	3,37	1,22	3,66	1,87
Febrero	3,17	3,55	5,39	4,84	3,43	1,26	3,60	1,90
Marzo	3,35	3,71	5,30	4,82	3,47	1,26	3,69	1,96
Abril	3,31	3,64	5,47	4,74	3,41	1,24	3,58	2,06
Mayo	3,02	3,39	5,36	4,78	3,06	1,17	3,29	1,82
Junio	3,03	3,41	5,45	4,88	3,16	1,14	3,38	1,73
Julio	2,54	3,23	6,08	5,87	2,80	1,08	2,86	1,36
Agosto (*)	2,12	2,79	4,96	4,93	2,10	0,99	2,38	0,92

NOTA: (*) Día 22.

FUENTE: Bloomberg.

El tipo de cambio del dólar sigue registrando una elevada volatilidad.

nales tomadas por los gobiernos, se logró en la segunda mitad de agosto rebajar el elevado grado de tensión en los mercados de deuda, si bien la situación sigue muy lejos de la normalidad.

La indefinición sigue protagonizando la evolución del cruce dólar-euro

Bajo el escenario descrito en los apartados previos, el tipo de cambio entre el dólar y el euro ha seguido caracterizándose por la elevada volatilidad y la ausencia de una dirección clara. El rango de oscilación a lo largo del verano ha sido del 5%, con el nivel máximo en 1,47 dólares y el mínimo en 1,40. Varios han sido los factores determinantes de este comportamiento tan volátil. A lo largo de julio, el euro se benefició de la aprobación del segundo rescate financiero a Grecia, la subida de tipos de interés del BCE y enconado debate sobre el

límite de endeudamiento en Estados Unidos. Posteriormente, el resurgir del miedo al contagio de la crisis de deuda a otras economías europeas, y la consecución de un acuerdo para la ampliación del techo de deuda norteamericano dieron nuevos aires para la recuperación del dólar. Tras este vaivén, la variación final ha sido pequeña. En el corto plazo, este comportamiento errático del tipo de cambio del dólar seguramente se mantendrá, movido por factores ligados a la percepción de los riesgos que acechan a una y otra área. Pero de cara al medio plazo, el factor clave que se vislumbra es la evolución macroeconómica en Estados Unidos: dado que es previsible que eluda la recesión, es de esperar que el dólar muestre más firmeza que en el pasado reciente.

En otros ámbitos de los mercados de divisas, sobresale la apreciación del yuan chino. Durante el verano su ritmo de aprecia-

La apreciación del yuan chino se acelera.

TIPOS DE CAMBIO DE LAS PRINCIPALES MONEDAS

22-08-2011

	Tipo de cambio	% variación (*)		
		Mensual	s/diciembre 2010	Anual
Frente al dólar de EEUU				
Yen japonés	76,7	-2,4	-5,8	-11,0
Libra esterlina	0,607	1,1	5,3	5,9
Franco suizo	0,786	-4,2	-19,0	-32,4
Dólar canadiense	0,987	3,9	-1,2	-6,7
Peso mexicano	12,271	5,2	-0,6	-5,2
Frente al euro				
Dólar de EEUU	1,440	-0,3	-7,6	-13,8
Yen japonés	110,4	-2,1	1,8	2,4
Franco suizo	1,132	-3,9	-10,5	-16,4
Libra esterlina	0,874	-0,8	1,9	6,6
Corona sueca	9,167	0,8	2,0	-2,2
Corona danesa	7,449	-0,1	-0,1	0,0
Zloty polaco	4,169	4,4	4,9	3,6
Corona checa	24,48	0,5	-2,2	-1,3
Forint húngaro	272,9	1,7	-2,1	-3,7

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

FUENTE: Bloomberg.

ción se ha intensificado, en lo que parece ser ya una clara reorientación de la política económica y el modelo de crecimiento del país asiático.

La renta fija corporativa de calidad aguanta el tipo, la de alto riesgo no

Como ya ocurriera en trimestres precedentes, el mercado de renta fija privada de elevada calidad ha mostrado durante el verano una encomiable resistencia ante las noticias adversas provenientes de la coyuntura económica y del riesgo soberano a ambos lados del Atlántico. Después del ligero bache sufrido por los principales índices de bonos corporativos en junio, la evolución de los mismos en julio y agosto recuperó la senda de ganancias, gracias a que el incremento de las primas de riesgo se vio compensado por el descenso de los tipos de interés de referencia. Como resultado de la globalización económica, y ante la intensificación de la «huida a la calidad» de los flujos de capitales, amplias áreas de

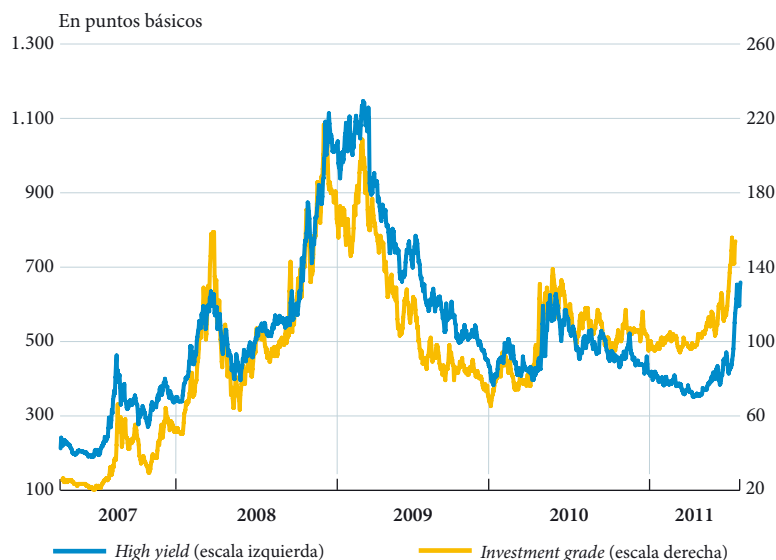
los mercados de crédito corporativo han ganado atractivo como activo refugio, por detrás del oro y la deuda pública de elevada calidad. En concreto, los bonos corporativos de alta calificación (*investment grade*) norteamericanos y la deuda empresarial de algunas economías emergentes han experimentado un aumento de su demanda, lo que ha presionado a la baja sus rentabilidades. En el caso de la eurozona, este fenómeno se ha producido en menor medida dada la elevada presencia del sector financiero, que sigue padeciendo el recelo de los inversores. En efecto, el incremento de las primas de riesgo ante el empeoramiento de la crisis de deuda soberana ha seguido lastrando los diferenciales del sector financiero del viejo continente, altamente expuesto a la deuda soberana de las economías afectadas. Por su parte, la evolución de los bonos de alto riesgo (*high yield*) ha sido más deslucida, bajo la influencia negativa de la rebaja de las previsiones de crecimiento económico, principalmente en Estados Unidos.

Los bonos corporativos de alta calificación se han convertido en una opción de refugio.

Los bonos de los bancos europeos sufren un duro castigo.

EVOLUCIÓN DE LAS PRIMAS DE RIESGO CORPORATIVAS EN LA EUROZONA

Índices Markit iTraxx a 5 años



FUENTE: Bloomberg.

El descenso de las expectativas de crecimiento económico frena las emisiones de bonos *high yield*.

La incertidumbre genera fuertes descensos en las principales bolsas mundiales.

En este marco financiero, las emisiones se han mantenido estables en los mercados emergentes gracias a las relativamente favorables perspectivas de crecimiento económico a medio y largo plazo. Por el contrario, en los mercados desarrollados las dudas relativas a la crisis europea y al ritmo de actividad económica en Estados Unidos han supuesto un freno a las emisiones.

Varapalo en los parques bursátiles internacionales

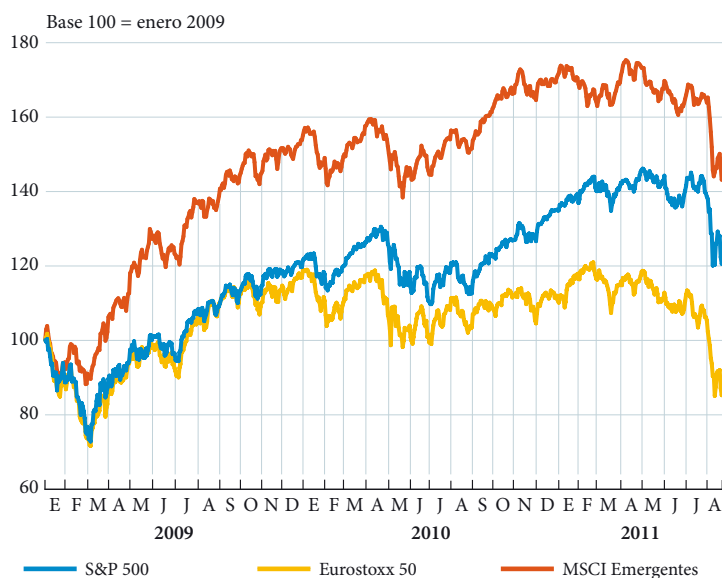
El tono de debilidad que las bolsas internacionales venían exhibiendo desde la primavera ha desembocado en caídas de fuerte calado durante el mes de agosto. El debilitamiento de las expectativas de crecimiento económico global y la percepción de un escenario financiero vulnerable se han manifestado en un aumento pronunciado de los indicadores de volatilidad y en el descenso del llamado «apetito por el riesgo». Las tensiones que dominan

los mercados financieros mundiales han provocado un aumento de las dudas de los inversores, que prefieren decantarse por activos con un perfil menos arriesgado como el oro, los bonos corporativos con buena calificación, y la deuda pública americana y alemana.

Bajo el escenario de que los riesgos que actualmente presenta el contexto financiero van a registrar una progresiva y satisfactoria resolución, las perspectivas de las bolsas para el medio y largo plazo son claramente favorables. La recuperación del crecimiento económico global, la continuidad del ciclo expansivo empresarial y la reducción de los riesgos de crédito soberano son los principales argumentos que se espera den soporte a la revalorización de las bolsas mundiales. Desafortunadamente, en el corto plazo la escena bursátil se encuentra sujeta todavía a la interacción de los factores negativos mencionados anteriormente, que obstaculizan el potencial de revalorización.

EVOLUCIÓN DE LAS PRINCIPALES BOLSAS INTERNACIONALES

Índices de bolsas



FUENTE: Bloomberg.

En Estados Unidos, el empeoramiento de los indicadores económicos, la rebaja de la calificación crediticia y las trabas políticas a la negociación del techo de endeudamiento han hecho sombra durante los últimos meses a la satisfactoria campaña de resultados empresariales del segundo trimestre. En concreto, el 91% de compañías del S&P 500 ya ha publicado sus cuentas y el 71% de las mismas ha superado las expectativas del consenso de analistas. Igualmente, el beneficio por acción en ese trimestre ha superado en un 17% al alcanzado el mismo periodo del año pasado.

En la eurozona, la creciente incertidumbre ante un posible contagio de la crisis a otras economías y la difícil implementación de los rescates a los países ya afectados han seguido debilitando el sentimiento de los inversores. En este contexto, el sector financiero está siendo el más perjudicado, a

pesar de que el segundo examen de resistencia realizado al sector en la eurozona resultara más satisfactorio que el elaborado un año atrás. Aspectos como la elevada exposición de la banca a la deuda periférica y las noticias relativas a la reforma de la regulación (que incidiría sobre mayores requerimientos de solvencia y liquidez) están afectando negativamente a la cotización de los bancos.

Finalmente, los índices bursátiles de las economías emergentes también han retrocedido bruscamente en las últimas semanas. Las bolsas de estas economías ya estaban inmersas en un movimiento de consolidación consecuencia del endurecimiento de sus políticas económicas, y ahora en agosto la coyuntura económica y financiera mundial ha contribuido a lastimar aún más la expectativa de revalorización en el corto plazo.

El ciclo expansivo empresarial es un apoyo fundamental para la revalorización bursátil en el medio plazo.

La crisis de deuda soberana pesa sobre la cotización del sector bancario europeo.

ÍNDICES DE LAS PRINCIPALES BOLSAS MUNDIALES

22-08-2011

	Índice (*)	% variación mensual	% variación acumulada	% variación anual
Nueva York				
<i>Dow Jones</i>	10.817,7	-14,7	-6,6	5,9
<i>Standard & Poor's</i>	1.123,5	-16,5	-10,7	4,8
<i>Nasdaq</i>	2.341,8	-18,1	-11,7	7,4
Tokio	8.628,1	-14,8	-15,6	-6,0
Londres	5.095,3	-14,1	-13,6	-1,9
Zona del euro				
<i>Fráncfort</i>	5.482,4	-25,2	-20,7	-8,7
<i>París</i>	3.050,6	-20,6	-19,8	-13,5
<i>Ámsterdam</i>	276,8	-18,3	-21,9	-13,0
<i>Milán</i>	14.924,9	-23,3	-26,0	-24,9
<i>Madrid</i>	8.248,3	-18,0	-16,3	-18,3
Zúrich	5.141,3	-14,8	-20,1	-16,9
Hong Kong	19.486,9	-13,2	-15,4	-7,1
Buenos Aires	2.825,4	-15,8	-19,8	15,8
São Paulo	52.447,6	-13,0	-24,3	-21,3

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

FUENTE: Bloomberg.

El sistema financiero irlandés: de héroe a villano

Entre 1990 y 2007, Irlanda se ganó el calificativo de «el tigre celta» como el paradigma del rápido desarrollo económico. Las fuertes ayudas de los fondos de la Unión Europea (UE), el régimen fiscal ventajoso para las multinacionales y las empresas en general y la rápida terciarización de la economía promovieron un crecimiento vertiginoso y admirado: entre 1990 y 2007, el PIB creció un promedio anual del 6,3%.

Ni un lustro después, el «tigre» se ha amansado. El PIB ha perdido un 4,1% anual entre 2008 y 2010 y la tasa de paro se ha incrementado en 10 puntos porcentuales respecto al mínimo de 2001 (hasta el 13,6%). A diciembre de 2010, el Gobierno irlandés lleva perdidos 35.722 millones de euros en rescates al sistema financiero (23,2% del PIB de 2010), más que ningún otro país de la Unión Europea. Además, acumula pasivos contingentes⁽¹⁾ por un importe de 192.781 millones de euros (125% del PIB de 2010). Y todo ello ha terminado por provocar que en noviembre de 2010 la UE y el Fondo Monetario Internacional (FMI) hayan tenido que acordar el rescate del país.

IMPACTO EN LAS CUENTAS PÚBLICAS DE LOS RESCATES A LOS SISTEMAS FINANCIEROS DE LA UNIÓN EUROPEA

Acumulado 2007-2010

	Coste/Beneficio (acumulado 2007-2010)		Pasivos contingentes (2010)	
	Millones de euros	% PIB 2010	Millones de euros	% PIB 2010
Irlanda	-35.722	-23,2%	192.781	125,1%
Alemania	-16.559	-0,7%	71.232	2,8%
Reino Unido	-15.026	-0,9%	417.261	24,6%
Países Bajos	-3.440	-0,6%	39.948	6,8%
Portugal	-2.214	-1,3%	5.425	3,1%
Austria	-1.435	-0,5%	22.170	7,8%
Letonia	-430	-2,4%	356	2,0%
Luxemburgo	-36	-0,1%	1.333	3,2%
Lituania	-32	-0,1%	0	0,0%
Hungría	12	0,0%	0	0,0%
Eslovenia	28	0,1%	2.200	6,1%
Chipre	30	0,2%	3.000	17,2%
Italia	128	0,0%	0	0,0%
Bélgica	199	0,1%	55.829	15,9%
Suecia	349	0,1%	19.670	5,7%
Grecia	405	0,2%	57.834	25,1%
Dinamarca	724	0,3%	26.028	11,1%
España	1.455	0,1%	59.506	5,6%
Francia	2.399	0,1%	90.579	4,6%
Zona euro (UE-17)	-69.165	-0,6%	1.065.152	8,7%

FUENTES: Comisión Europea - Eurostat (Eurostat supplementary table for the financial crisis; April 2011); International Monetary Fund (WEO database) y elaboración propia.

(1) Pasivos contingentes son aquellos cuya existencia depende de la ocurrencia o no de un suceso determinado. En el caso de Irlanda dependen de la quiebra o no de entidades garantizadas.

¿Qué le ha sucedido al «tigre»? El fuerte crecimiento del PIB durante dos décadas consecutivas, junto con una laxa supervisión financiera, enmascaró los desequilibrios sobre los que se construía el desarrollo económico. La revalorización de los activos y las bajas tasas de interés alentaron el endeudamiento privado y la elevada demanda de financiación supuso una vía inaudita de crecimiento del negocio bancario. De 2004 a 2007, el crédito al sector privado residente creció un 24% anual, impulsado por el sector inmobiliario. Los depósitos del sector privado residente no mantuvieron el ritmo y la ratio de créditos sobre depósitos pasó del 140% en 2003 al 202% en 2007. En el *boom* irlandés se construyó un sistema financiero de gran tamaño (los activos del sistema llegaron a representar 8 veces el PIB), además de significativamente concentrado en 6 entidades,⁽²⁾ y con unas fuentes de financiación muy dependientes del ahorro extranjero y del Banco Central Europeo (BCE).⁽³⁾

La quiebra de Lehman Brothers en Estados Unidos en septiembre de 2008 estranguló el mercado interbancario internacional y el flujo de financiación dejó de llegar a Irlanda. El Gobierno irlandés fue rápido en la reacción: creación del Credit Institution Financial Support Scheme (CIFSS), con garantía pública a todos los pasivos del sistema (unos 400.000 millones de euros), excepto los créditos intragrupo y los pasivos con el BCE. El CIFSS contribuyó a mitigar las fugas de inversores pero la presión sobre la liquidez de los bancos irlandeses se mantuvo muy elevada, además de crear una inasumible carga fiscal para el Estado. La financiación de los bancos en el BCE pasó de 28.087 millones de euros en diciembre de 2007 a 132.010 millones en diciembre de 2010. Ante estas tensiones, en diciembre de 2009 se creó el Eligible Liabilities Guarantee Scheme (ELG) para garantizar las nuevas emisiones de deuda y combatir el cierre de los mercados.

Pero la crisis financiera internacional fue acompañada del rápido deterioro de la economía. Además, en el caso irlandés la importante corrección del mercado inmobiliario desde mediados de 2006 revirtió en una mayor morosidad del sistema financiero (10,4% en 2010). El problema ya no era solo de liquidez, sino ahora también de solvencia. El deterioro de los activos fue especialmente acusado en el Anglo Irish Bank (Anglo) y el Irish Nationwide (INBS), debido a su alta exposición a la construcción y promoción inmobiliaria. Ante el riesgo de contagio sistémico, el Gobierno irlandés se vio obligado a recapitalizarlos con 4.000 millones y 2.700 millones de euros, respectivamente, a lo largo de 2009 (4,0% del PIB).

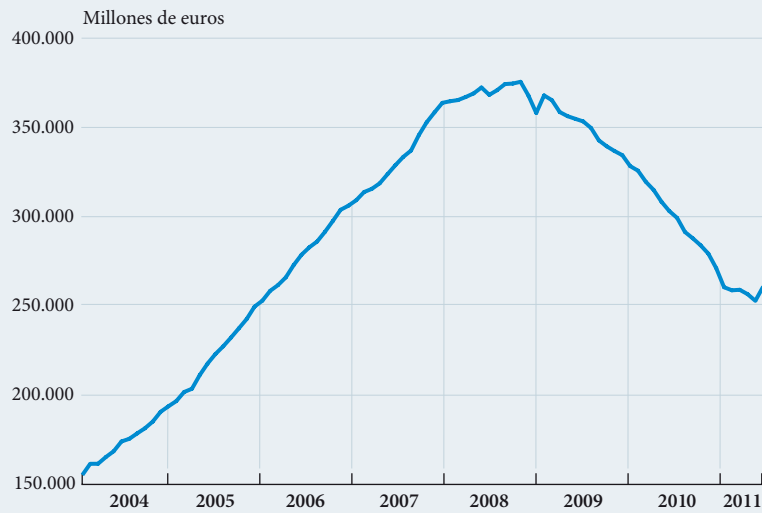
El rescate de dos entidades individuales se demostró insuficiente y ante la persistencia de la caída de precios inmobiliarios, el Gobierno irlandés creó a principios de 2010 la National Asset Management Agency (NAMA). Su objetivo era adquirir los préstamos de mayor riesgo de las 6 principales entidades (básicamente crédito promotor) para eliminar la incertidumbre del balance de las entidades, reducir su apalancamiento y lograr que el crédito volviera a fluir a la economía. A pesar de que hasta marzo de 2011 la NAMA ha adquirido activos por 72.300 millones de euros (17% del saldo vivo de crédito al sector privado residente; 43,9% del PIB de 2010), viendo las cifras de crédito la NAMA no ha logrado su objetivo. De media, en el primer semestre de 2011 se han concedido 3.000 millones de euros mensuales de crédito a familias y empresas. En diciembre de 2008 se concedieron 12.000 millones. ¿Por qué? Principalmente por el elevado descuento aplicado por la NAMA. Los activos se adquirieron con un descuento del 58%, el doble del previsto inicialmente, lo que provocó un agujero en el capital de las entidades. Ante ello, una única solución: nueva inyección de capital público, para totalizar 46.000 millones de euros desde el principio de la crisis (27,9% del PIB en 2010).

(2) Las 6 entidades de mayor tamaño en Irlanda son: Bank of Ireland (BOI), Allied Irish Banks (AIB), Anglo Irish Bank (Anglo), Irish Life and Permanent (ILP), Irish Nationwide Building Society (INBS) y The Educational Building Society (EBS).

(3) En diciembre de 2007, Irlanda acaparaba el 8,6% del recurso del BCE, mientras que su PIB no alcanzaba el 2% de la zona del euro.

DESAPALANCAMIENTO: DESDE EL MÁXIMO DE 2008, EL SALDO DE CRÉDITO SE HA REDUCIDO UN 30%

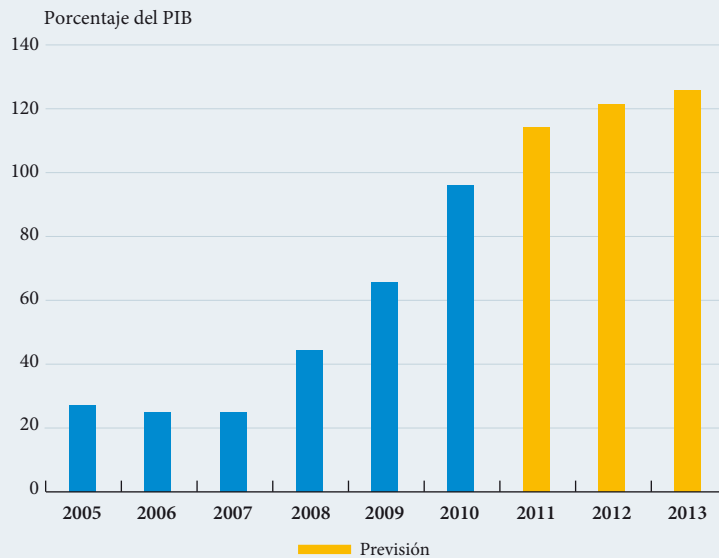
Saldo vivo de crédito al sector privado residente



FUENTES: Central Bank of Ireland y elaboración propia.

EVOLUCIÓN DE LA DEUDA BRUTA DE IRLANDA

Deuda bruta



FUENTE: Fondo Monetario Internacional (FMI).

Ante la espiral negativa en la que se encontraba la economía irlandesa, los repetidos rescates financieros no hicieron más que debilitar las cuentas públicas sin conseguir restaurar la confianza: la deuda pública irlandesa ya representa el 96% del PIB. En noviembre de 2010, la UE y el FMI se vieron obligados a intervenir y establecer un plan de rescate para la economía, que incluye 35.000 millones de euros para el sistema financiero y dos exigencias: realización de pruebas de estrés y reducción del tamaño del sistema, con la venta de activos *non-core*.

En marzo de 2011 se realizaron unas exigentes pruebas de estrés que determinaron la necesidad de 24.000 millones de euros de capital adicionales para las 4 entidades analizadas.⁽⁴⁾ Esta cantidad surge de la estimación de las pérdidas esperadas de la cartera y un agresivo plan de desinversión de las entidades.⁽⁵⁾ En concreto, se exige que la ratio de créditos sobre depósitos se sitúe en el 122,5% en 2013, lo que representa reducir el crédito en 72.600 millones de euros (-27,5%). A raíz de esta desinversión, el Banco Central de Irlanda ha realizado un plan de reestructuración del sistema que prevé crear dos grandes franquicias: una en torno a BOI y otra surgida de la fusión de AIB y EBS.

Después de invertir mucho dinero y de transformar completamente el sistema, parece que por fin se han asentado las bases para la recuperación. Los recientes test de estrés europeos (realizados por la European Banking Authority) así lo muestran, puesto que considerando la última recapitalización, los bancos irlandeses disponen de una muy elevada solvencia, incluso en los escenarios más adversos. Sin embargo, la situación no está exenta de riesgos y actuaciones como la rebaja del *rating* del país realizada por Moody's el 12 de julio pueden poner en riesgo el camino avanzado.

(4) En las pruebas de estrés realizadas en Irlanda se incluyen AIB, BOI, EBS e ILP. Anglo e INBS no se incluyen en el análisis por estar en proceso de liquidación.

(5) Con una exigencia de core capital mínima del 6,0% en el escenario adverso y del 10,5% en el base y, en ambos casos, un *buffer* adicional del 3,8%.

*Este recuadro ha sido elaborado por Anna Mialet Rigau
Departamento de Análisis Económico, Área de Estudios y Análisis Económico, "la Caixa"*

Actividad económica

El PIB crece el 0,2% en el segundo trimestre en relación con el periodo anterior.

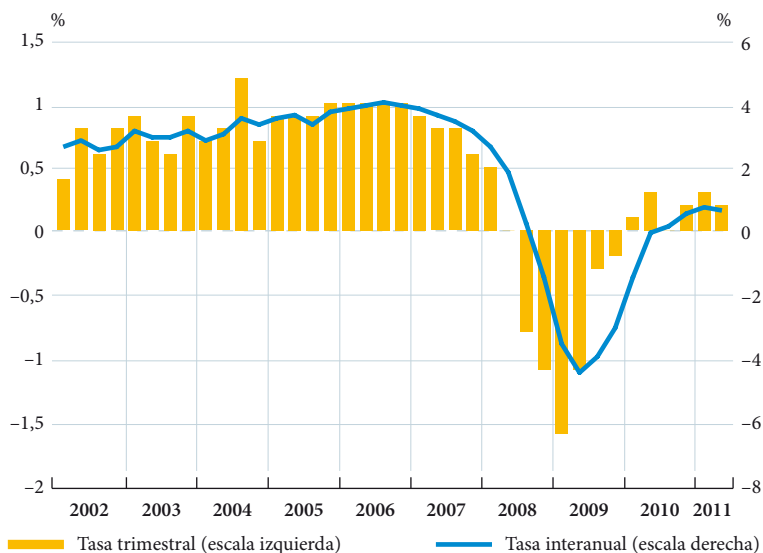
Se confirma el debilitamiento de la actividad económica

La economía española continuó en el segundo trimestre de 2011 la senda de moderada recuperación con una tasa de crecimiento intertrimestral del producto interior bruto (PIB) del 0,2%, según el avance del Instituto Nacional de Estadística (INE). Este progreso fue dos décimas menor que el registrado en el periodo anterior, hecho que comportó que la tasa de crecimiento interanual se desacelerara dos décimas hasta el 0,7%. El debilitamiento de la actividad era previsible con la lectura de los diferentes indicadores de oferta y demanda del segundo trimestre y el agravamiento de la crisis de la deuda soberana en la zona del euro.

A pesar de que no se conoce aún el desglose de la evolución del PIB, las estimaciones por parte del Banco de España apuntan a que la desaceleración de la actividad responde a un retroceso significativo de la demanda nacional, más intenso que el registrado en el periodo anterior. En este contexto, es importante tener en cuenta que la concentración del gasto en el segundo trimestre de 2010 en anticipación a la subida del impuesto sobre el valor añadido en el mes de julio y el fin de las ayudas directas a la compra de automóviles pueden afectar las tasas interanuales del consumo privado en el segundo trimestre y, como resultado, arrojar cifras relativamente bajas. Por otro lado, el avance del INE señala que la demanda exterior neta elevó su aportación positiva al crecimiento del PIB,

LEVE DESACELERACIÓN DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

Variación del producto interior bruto



NOTAS: Datos corregidos de efectos estacionales y de calendario. El dato para el segundo trimestre de 2011 corresponde al avance del PIB trimestral.

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

posiblemente ayudada por el buen comportamiento del turismo. Por tanto, fue nuevamente el sector exterior el motor del crecimiento en este segundo trimestre.

La información disponible sobre el tercer trimestre es muy limitada pero todo sugiere que en los próximos meses no mejorará la intensidad de crecimiento de la actividad. Destaca el empeoramiento de la crisis de deuda soberana. Tras los episodios de Grecia, Irlanda y Portugal, parece haber entrado en una nueva fase. A principios del mes de agosto fueron España, Italia y Francia quienes protagonizaron importantes movimientos en su prima de riesgo, hecho que motivó pérdidas generalizadas en los principales índices bursátiles europeos. Aunque las primas de riesgo retrocedieron significativamente durante la segunda mitad del mes de agosto, la volatilidad se mantiene en niveles relativamente elevados y ello puede acabar mermando la confianza de los distintos agentes. En este

sentido es significativo el retroceso generalizado de los indicadores de confianza en el mes de julio. Es especialmente importante el descenso de la confianza de la industria, que volvió a los niveles del verano pasado.

Además, se ha producido un cambio en las condiciones económicas internacionales que tampoco es favorable para los intereses de la economía española. Todo apunta a que el crecimiento de las principales economías avanzadas será menor del previsto durante el segundo semestre de este año. Ello queda reflejado en el menor crecimiento del PIB esperado para Estados Unidos y la eurozona. Para Estados Unidos, por ejemplo, en enero de 2011 el consenso de analistas pronosticaba que el crecimiento del PIB sería del 3,1% en 2011. En julio esta cifra había descendido hasta el 2,5%, mientras que en agosto se situó en el 1,8%. Ello, sin lugar a dudas, se traduce en una menor pujanza del comercio mundial

El agravamiento de la crisis de deuda soberana puede incidir negativamente sobre el gasto en el tercer trimestre.

INDICADORES DE DEMANDA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2009	2010	2010		2011		Julio
			III	IV	I	II	
Consumo							
Producción de bienes de consumo (*)	-8,2	0,8	0,4	0,1	-1,5	-1,0	...
Importación de bienes de consumo (**)	-6,1	-10,2	-16,2	-15,1	-1,8	...	...
Matriculaciones de automóviles	-17,9	3,1	-25,0	-29,3	-27,3	-26,4	-4,0
Crédito al consumo de bienes duraderos	-11,5	-12,3	-19,2	-14,6	-13,9	...	-
Indicador de confianza de los consumidores (***)	-28,3	-20,9	-21,5	-21,0	-19,6	-16,1	...
Inversión							
Producción de bienes de equipo (*)	-22,1	-3,3	-6,3	-3,2	2,9	2,3	...
Importación de bienes de equipo (**)	-27,0	6,0	5,8	6,5	3,4	...	...
Matriculación de vehículos industriales	-40,0	6,4	-9,3	1,4	-2,2	-11,2	-0,5
Comercio exterior (**)							
Importaciones no energéticas	-17,5	9,2	5,1	4,2	7,0	...	...
Exportaciones	-9,8	14,5	11,7	14,1	15,8	...	...

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

(**) En volumen.

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

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

Excelente campaña turística en 2011.

y, por lo tanto, podría quitar fuerza a la contribución del sector exterior español.

De momento, el sector que continúa ofreciendo mejores noticias es el turismo. En efecto, la entrada de turistas extranjeros mantuvo, en junio, el buen ritmo de los meses anteriores, con un aumento del 8,5% interanual y se espera que esta senda se mantenga en lo que queda de año, a pesar de los signos de desaceleración económica de la zona del euro. Con este dato, ya son 24,8 millones los turistas que han visitado España durante la primera mitad de 2011, un 7,5% más que en el mismo periodo de 2010.

De momento, la recuperación del sector exterior todavía no se refleja en un aumento de la producción industrial. Aunque este índice dejó de caer hace dos años, se ha mantenido prácticamente estancado desde entonces. En parte, ello es debido a la baja utilización de la capacidad productiva, que si bien va aumentando lentamente, todavía se encuentra en niveles relativa-

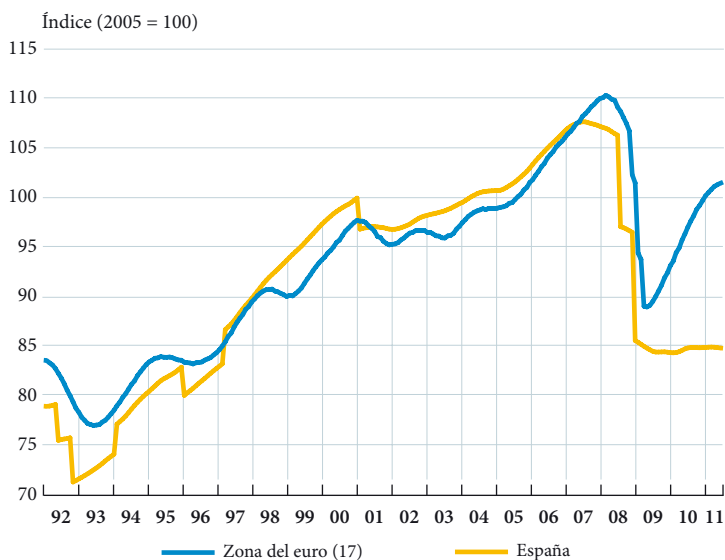
mente bajos. En el mes de julio, sin embargo, y debido al aumento de la incertidumbre a nivel internacional, el índice de producción industrial sufrió un importante descenso. Lo mismo ocurrió para el conjunto de la zona del euro donde, después de unos meses de fuerte recuperación, el recorrido al alza parece que se esté agotando. Para los próximos trimestres, los ajustes y las ganancias de productividad del sector exterior deberían impulsar gradualmente la senda de recuperación de la producción industrial, aunque los recientes acontecimientos podrían acabar demorándolo un poco más.

En definitiva, la evolución económica de los últimos meses perfila una situación de recuperación débil. El avance del PIB confirma que la actividad económica perdió algo de fuelle en el segundo trimestre, tal y como apuntaban los distintos indicadores, aunque la aportación del sector exterior se mantiene de forma robusta. Para la segunda mitad del año, será preciso seguir con atención la evolución de la crisis de deuda

La reactivación de la producción industrial no acaba de materializarse.

ESTANCAMIENTO DE LA PRODUCCIÓN INDUSTRIAL EN ESPAÑA

Evolución de la producción industrial



NOTA: Los datos muestran la tendencia del ciclo.
FUENTES: Eurostat y elaboración propia.

INDICADORES DE OFERTA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2009	2010	2010		2011		Julio
			III	IV	I	II	
Industria							
Consumo de electricidad (1)	-4,8	2,5	1,8	2,5	0,5	-0,3	-1,4
Índice de producción industrial (2)	-15,8	0,8	-0,2	0,4	1,9	-1,2	...
Indicador de confianza en la industria (3)	-30,8	-13,8	-13,5	-9,2	-8,6	-10,9	...
Utilización capacidad productiva (4)	71,2	72,0	73,9	72,9	72,6	74,7	...
Importación bienes interm. no energ. (5)	-21,6	22,2	18,8	15,8	11,6	...	...
Construcción							
Consumo de cemento	-32,3	-15,5	-13,6	-16,1	-2,6	-16,6	...
Indicador de confianza en la construcción (3)	-32,3	-29,7	-27,8	-41,5	-54,1	-55,4	...
Viviendas (visados obra nueva)	-58,1	-17,3	-13,2	-20,3	-7,4	...	...
Licitación oficial	-8,2	-37,9	-36,6	-34,8	-44,5	...	...
Servicios							
Ventas comercio minorista (6)	-5,4	-1,0	-2,5	-1,9	-5,9	-5,0	...
Turistas extranjeros	-8,8	0,9	4,2	1,4	2,9	10,4	...
Ingresos turismo	-9,0	3,9	7,0	5,4	6,7	...	...
Mercancías ferrocarril (t-km)	-28,4	6,4	5,9	-4,2	8,2	...	...
Tráfico aéreo pasajeros	-7,9	2,9	4,2	4,3	5,0	10,6	...
Consumo de gasóleo automoción	-5,1	-1,2	-2,1	-1,6	0,7	...	...

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

(2) Filtrado de diferencias del calendario laboral.

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

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

(5) En volumen.

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

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

soberana. Si bien se aprobó un nuevo plan de ayuda para Grecia y el eje Franco-Alemania parece que finalmente está tomando el liderazgo que se le reclamaba proponiendo reformas de calado, la situación dista de estar cerrada. En este sentido las nuevas

medidas propuestas por el Gobierno, como la reforma del gasto farmacéutico o la reforma de la constitución para limitar el déficit público, deberían reforzar la confianza de los inversores internacionales en la economía española.

Mercado de trabajo

Estancamiento en el ritmo de recuperación del mercado laboral.

La estacionalidad favorable da un cierto respiro

La perspectiva del mercado laboral para el tercer trimestre es poco halagüeña tal y como ponen de manifiesto los datos más recientes del mes de julio. Efectivamente, a pesar de que el total de afiliados en alta a la Seguridad Social aumentó este mes en 50.773 personas, la subida fue bastante inferior a la esperada y empeoró en una décima, por segundo mes consecutivo, el ritmo de caída de los afiliados hasta el 1,2% interanual. El estancamiento e incluso reversión del proceso de reactivación del empleo se hace aún más palpable cuando se observan los datos corregidos por el efecto estacional ya que la subida del número de ocupados se transforma en bajada, de cerca de 35.000. Durante los próxi-

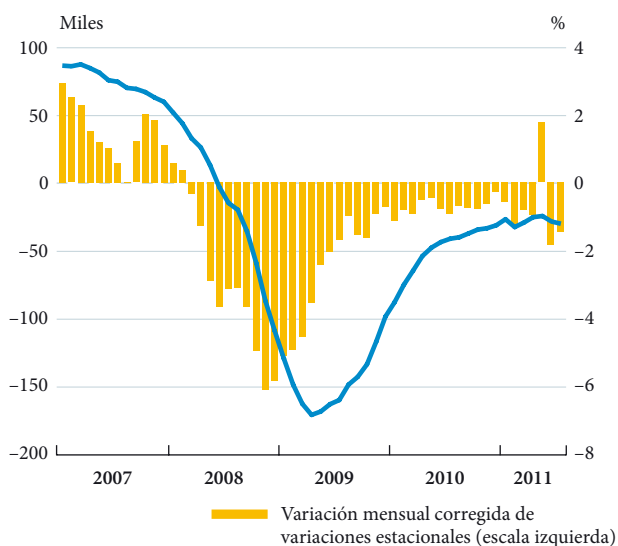
mos meses, se espera que el empleo vuelva a caer, coincidiendo con el fin de la época estival y la desaceleración del avance de la economía mundial. De mantenerse esta tendencia, el año muy probablemente cerrará con un retroceso de la ocupación de al menos el 0,8% interanual.

Igualmente, el paro registrado muestra una evolución desfavorable en el mes de julio ya que, aunque bajó en 42.049 personas, la tasa de crecimiento interanual creció sustancialmente por segundo mes consecutivo hasta el 4,4%. Ello supone un freno en el proceso de mejora de la cifra de parados, que vuelve a experimentar incrementos en su tasa de variación interanual.

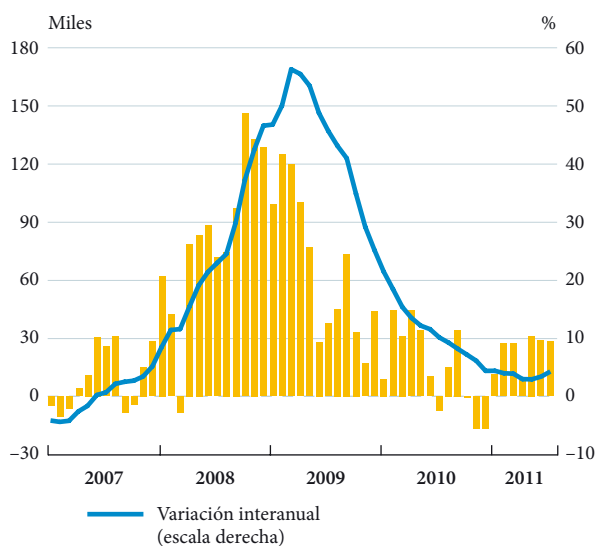
Otra señal que apunta a un deterioro del mercado laboral en la segunda mitad del

LA TENDENCIA RECESIVA DEL EMPLEO NO MEJORA

Afiliados en alta laboral a la Seguridad Social



Parados registrados



FUENTES: Ministerio de Trabajo e Inmigración, Servicio Público de Empleo Estatal y elaboración propia.

año se observa en los datos de la evolución del número de contratos registrados. Así, en el mes de julio, no solo cayeron los contratos indefinidos como venía sucediendo en la mayoría de los meses desde el inicio de la recesión, sino que también lo hicieron los temporales. Estos últimos habían crecido de forma significativa en el periodo mayo-junio impulsados por la temporada turística y su caída ahora muestra el fin de dicho efecto estacional sobre el mercado de trabajo.

Por tanto, los datos de julio suponen una parada importante en el proceso de recu-

peración que, si bien débil, había tenido lugar durante el periodo de abril a junio. Los datos de ocupación de la encuesta de población activa (EPA) correspondientes al segundo trimestre del año también muestran la leve mejora que tuvo lugar durante el segundo trimestre, pero el ritmo sigue siendo muy lento.

Según el avance del INE, la economía española en el segundo trimestre creció un 0,2% con respecto al periodo anterior. Tras el 0,3% registrado en el primer trimestre, esta tasa supone un ligero debilitamiento de la actividad económica, en un entorno

Cae la contratación en julio, también la temporal.

EMPLEO ESTIMADO

Segundo trimestre 2011

	Ocupados (miles)	Variación trimestral		Variación acumulada		Variación anual		% participación
		Absoluta	%	Absoluta	%	Absoluta	%	
Por sectores								
Agricultura	741,2	-42,0	-5,4	-63,3	-7,9	-37,0	-4,8	4,0
No agrarios	17.561,8	193,3	1,1	-41,8	-0,2	-136,9	-0,8	96,0
<i>Industria</i>	2.577,7	36,9	1,5	-45,1	-1,7	-41,2	-1,6	14,1
<i>Construcción</i>	1.430,2	-63,8	-4,3	-142,3	-9,0	-269,5	-15,9	7,8
<i>Servicios</i>	13.553,9	220,2	1,7	145,6	1,1	173,8	1,3	74,1
Por empleadores								
Sector privado	15.085,5	119,7	0,8	-154,2	-1,0	-305,8	-2,0	82,4
Sector público	3.217,5	31,6	1,0	49,0	1,5	131,9	4,3	17,6
Por situación profesional								
Asalariados	15.292,4	171,6	1,1	-21,8	-0,1	-71,0	-0,5	83,6
<i>Contrato indefinido</i>	11.389,6	14,8	0,1	-124,3	-1,1	-151,7	-1,3	62,2
<i>Contrato temporal</i>	3.902,9	156,9	4,2	102,6	2,7	80,8	2,1	21,3
No asalariados	3.002,2	-22,6	-0,7	-81,9	-2,7	-101,7	-3,3	16,4
<i>Empresarios empleadores</i>	952,7	-21,7	-2,2	-60,5	-6,0	-84,0	-8,1	5,2
<i>Empresarios no empleadores</i>	1.905,7	9,0	0,5	-27,6	-1,4	-9,3	-0,5	10,4
<i>Ayudas familiares</i>	143,8	-9,9	-6,4	6,2	4,5	-8,4	-5,5	0,8
Otros	8,4	2,3	37,7	-1,5	-15,2	-1,2	-12,5	0,0
Por tiempo de ocupación								
A tiempo completo	15.715,0	129,7	0,8	-218,7	-1,4	-263,2	-1,6	85,9
A tiempo parcial	2.588,0	21,6	0,8	113,5	4,6	89,4	3,6	14,1
Por sexos								
Varones	10.066,8	7,8	0,1	-142,9	-1,4	-267,1	-2,6	55,0
Mujeres	8.236,2	143,5	1,8	37,7	0,5	93,3	1,1	45,0
TOTAL	18.303,0	151,3	0,8	-105,2	-0,6	-173,9	-0,9	100,0

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

La EPA confirma la creación de empleo en el segundo trimestre, pero con un fuerte componente estacional.

En el segundo trimestre de 2011 la ocupación en el sector privado cae un 2,0% interanual, mientras en el público aumenta un 4,3%.

además marcado por el agravamiento de la crisis de la deuda soberana en la zona del euro. En estas circunstancias, el empleo se estabilizó en términos intertrimestrales con un incremento de 151.400 personas, reduciendo en cuatro décimas la tasa de caída interanual, hasta el 0,9%. Ello fue gracias al buen comportamiento de la ocupación en el sector servicios, impulsada por el turismo, que aumentó sustancialmente en este periodo. También contribuyó al incremento del empleo el sector secundario, pero en menor grado.

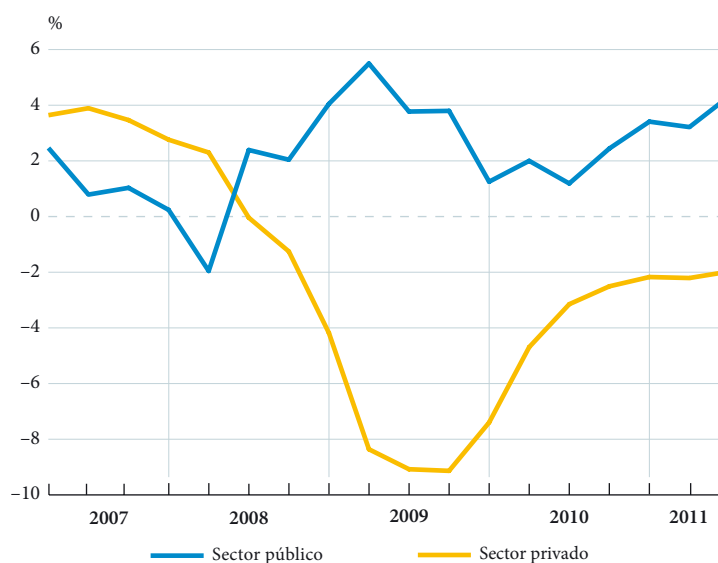
Tanto los datos de la EPA como los registros de afiliados, especialmente en su descomposición sectorial, señalan que la mejora del empleo en el segundo trimestre tuvo un marcado carácter estacional y, cuando este entorno favorable desaparezca, es muy probable que volvamos a ver caídas en el total de ocupados.

Otra muestra de que el mercado de trabajo sigue teniendo poco vigor y que probable-

mente empeorará en el tercer trimestre es la evolución de la cifra de ocupados por empleadores. El sector privado tiene el mayor volumen de masa laboral y refleja mejor el grado de dinamismo de la economía, por lo que su trayectoria es muy importante para calibrar la marcha del mercado de trabajo. Aunque la ocupación en este sector aumentó en el trimestre, en términos interanuales continuó cayendo de forma importante. Por el contrario, las administraciones y empresas públicas siguieron creando empleo, hecho un tanto desconcertante si se tiene en cuenta el compromiso del gobierno de reducir su gasto. En este sentido, no se espera que el empleo del sector público en los próximos meses mantenga este mismo ritmo de crecimiento. Este último factor, junto con el ya mencionado fin de la temporada turística, augura un retroceso de la ocupación en lo que queda del año. La única vía escapatoria es que haya un impulso muy fuerte por parte de los sectores orientados al exterior, lo cual parece poco probable en

EL SECTOR PÚBLICO GENERA EMPLEO MIENTRAS EL SECTOR PRIVADO CONTINÚA DESTRUYÉNDOLO

Variación interanual del empleo estimado



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

vistas de la deceleración de la actividad económica internacional.

Por lo que respecta a la trayectoria del desempleo, la subida del total de ocupados del segundo trimestre se tradujo en un pequeño descenso de la tasa de paro hasta el 20,9% ya que, de forma paralela y en cierta manera inesperada teniendo en cuenta la situación actual de tasas de crecimiento muy moderadas, también creció la población activa. La evolución del paro ha sido bastante dispar entre los distintos grupos de la población. Cabe señalar el hecho de que el paro de larga duración continuara aumentando, por lo que ya representa el

47,8% del total de parados. Este es un dato bastante negativo ya que los estudios muestran que, en igualdad de condiciones, este colectivo tiene una probabilidad sustancialmente menor de encontrar empleo en relación con otros parados.

En resumen, como resultado de las cifras más recientes del mercado de trabajo y de las perspectivas de una cierta desaceleración de la actividad económica mundial, se espera un progreso muy gradual de la trayectoria de la ocupación. Es muy difícil que la reactivación del empleo llegue antes del año 2012.

La tasa de paro se sitúa en el 20,9%.

POBLACIÓN ACTIVA, EMPLEO Y PARO POR COMUNIDADES AUTÓNOMAS

Segundo trimestre 2011

	Activos			Ocupados			Parados			Tasa de paro (%)
	Total (miles)	Variación anual	% variación anual	Total (miles)	Variación anual	% variación anual	Total (miles)	Variación anual	% variación anual	
Andalucía	3.968	-7	-0,2	2.789	-81	-2,8	1.179	75	6,8	29,7
Aragón	652	6	1,0	538	-16	-2,8	114	22	24,0	17,4
Asturias	484	4	0,9	401	0	0,0	83	5	5,7	17,2
Baleares	593	-12	-2,0	478	-7	-1,5	116	-5	-4,3	19,5
Canarias	1.115	38	3,6	783	24	3,1	332	15	4,6	29,8
Cantabria	277	-3	-1,1	236	-5	-2,2	41	2	5,1	14,8
Castilla y León	1.184	-5	-0,4	991	-4	-0,4	193	-1	-0,4	16,3
Castilla-La Mancha	1.003	21	2,2	772	0	0,0	231	21	10,1	23,0
Cataluña	3.826	9	0,2	3.135	-6	-0,2	691	15	2,2	18,1
Comunidad Valenciana	2.501	-24	-1,0	1.909	-14	-0,7	591	-10	-1,7	23,6
Extremadura	496	-5	-0,9	381	-7	-1,8	115	3	2,2	23,1
Galicia	1.311	16	1,2	1.091	-2	-0,2	220	18	8,8	16,8
Madrid	3.412	-21	-0,6	2.867	-2	-0,1	545	-19	-3,3	16,0
Murcia	734	0	-0,1	555	-24	-4,1	180	24	15,0	24,5
Navarra	310	-1	-0,4	270	-7	-2,5	40	6	16,7	12,8
País Vasco	1.052	-3	-0,3	930	-16	-1,7	122	13	11,5	11,6
La Rioja	155	-2	-1,0	130	-8	-5,9	26	7	34,0	16,5
Ceuta y Melilla	64	3	4,3	47	2	3,5	17	1	6,4	26,2
Total	23.137	14	0,1	18.303	-174	-0,9	4.834	188	4,1	20,9

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

Precios

La tasa de inflación anual cede una décima hasta el 3,1% en julio...

...gracias a la desaparición del efecto base del IVA y del periodo intenso de rebajas.

Se confirma el inicio de la trayectoria descendiente de la inflación

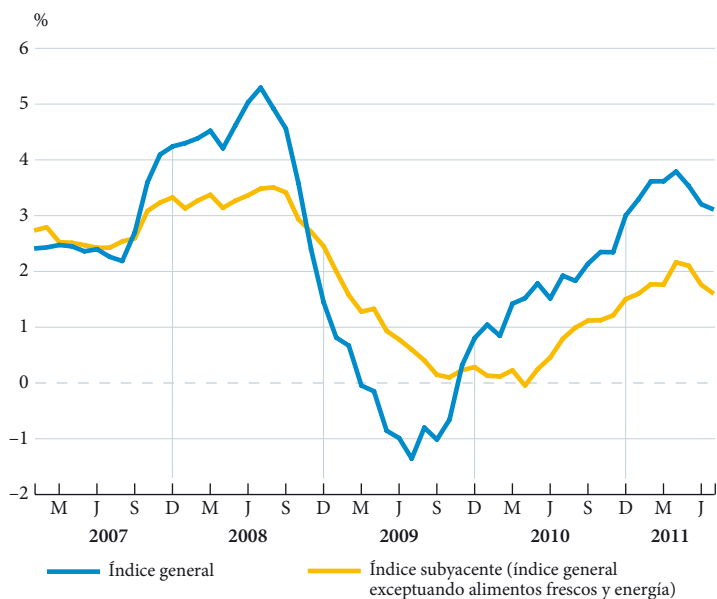
La tasa de variación interanual del índice de precios de consumo (IPC) disminuyó una décima hasta el 3,1% en el mes de julio. De este modo, con tres meses consecutivos de bajadas se corrobora el cambio de tendencia inflacionista. Asimismo, se reafirma el carácter transitorio de algunas de las subidas de precios de la segunda mitad de 2010 y principios de 2011, resultado del fuerte incremento de los precios de las materias primas y de las subidas de los impuestos indirectos. En efecto, la interrupción de la senda de subidas de precios en julio refleja en parte la absorción del impacto que tuvo en los precios el aumento del impuesto sobre el valor añadido

(IVA) en julio del año pasado. Este hecho se manifiesta en la bajada de una décima de la inflación subyacente, que excluye los alimentos no elaborados y los productos energéticos, que se situó en el 1,6%.

Sin embargo, en julio, a diferencia de los dos meses anteriores, la moderación de los incrementos de precios no fue consecuencia directa del comportamiento de los lubricantes y carburantes, ya que los precios de estos experimentaron una subida durante este mes. En cambio, aparte del ya mencionado efecto base del IVA, el periodo de rebajas tuvo un papel destacable en la bajada de la tasa de inflación, porque posiblemente fue más intenso que el acaecido en la temporada anterior.

SE ROMPE CON LA SENDA INFLACIONISTA

Variación interanual del IPC



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO

	2010			2011		
	% variación mensual	% variación s/diciembre 2009	% variación anual	% variación mensual	% variación s/diciembre 2010	% variación anual
Enero	-1,0	-1,0	1,0	-0,7	-0,7	3,3
Febrero	-0,2	-1,2	0,8	0,1	-0,6	3,6
Marzo	0,7	-0,5	1,4	0,7	0,1	3,6
Abril	1,1	0,6	1,5	1,2	1,4	3,8
Mayo	0,2	0,8	1,8	0,0	1,3	3,5
Junio	0,2	1,0	1,5	-0,1	1,2	3,2
Julio	-0,4	0,6	1,9	-0,5	0,7	3,1
Agosto	0,3	0,8	1,8			
Septiembre	0,1	0,9	2,1			
Octubre	0,9	1,8	2,3			
Noviembre	0,5	2,4	2,3			
Diciembre	0,6	3,0	3,0			

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

La senda descendente de la inflación se prolongará con gran probabilidad en los próximos meses a medida que desaparezcan los efectos temporales de los impuestos indirectos. Este progresivo descenso podría situar la inflación casi un punto por debajo del nivel actual en diciembre. No obstante, para que ello se materialice es necesario que el precio del petróleo vaya disminuyendo paulatinamente y se sitúe a finales del año alrededor de los 105 dólares/barril. Con todo, los riesgos en el medio plazo siguen siendo al alza, y están relacionados con posibles incrementos más elevados de lo esperado en los precios de la energía, aunque también es cierto que la desaceleración económica global disminuirá la presión sobre el precio del crudo.

Por el momento, la contribución de los carburantes y lubricantes sobre el total de la tasa de inflación general continúa siendo muy elevada, tal y como muestra el gráfico de la página siguiente. Una vez descontadas estas partidas, la inflación siguió en niveles relativamente bajos, con tasas no superiores al 2,0%. Esto último refleja

la debilidad de la demanda interna, en parte motivada por la elevada tasa de paro que impide que haya efectos de segunda ronda.

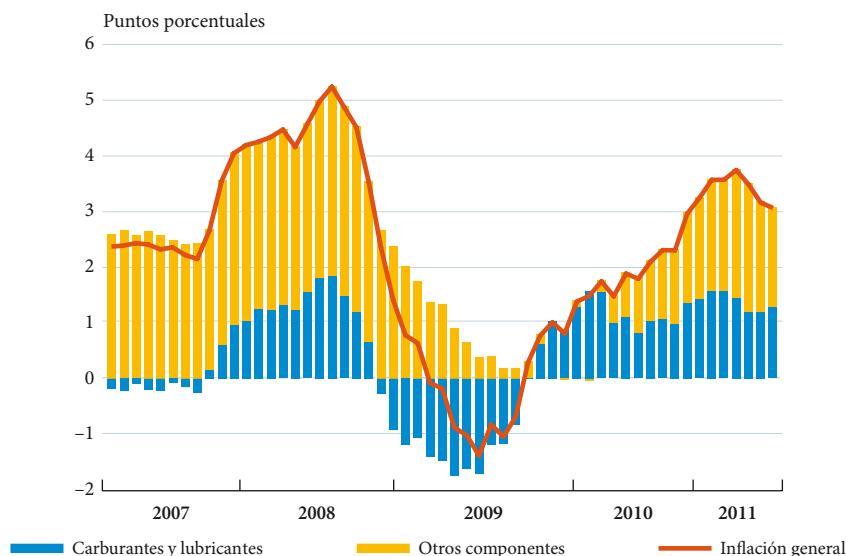
La moderación de los precios como resultado de una enérgica temporada de rebajas también ha contribuido a frenar la inflación en el resto de la zona del euro, que en el mes de julio se situó en el 2,5%, dos décimas por debajo de la tasa registrada en el mes anterior. Es muy posible que la desaceleración de la actividad económica europea haya mermado la voluntad de consumir, hecho que puede haber jugado también un rol destacable sobre esta reversión de la inflación. Este cambio de tendencia inflacionista relaja las perspectivas de que la inflación se mantenga demasiado elevada según el objetivo marcado por el Banco Central Europeo (BCE) y disipa cambios inmediatos del tipo de interés de referencia. En efecto, tras dos subidas de tipos de 25 puntos básicos en los meses de abril y julio, respectivamente, el BCE mantuvo el tipo de referencia en el 1,50% en agosto. Tampoco parece probable que lo aumente nuevamente antes de fin de año, especialmente si se

Elevada contribución de los carburantes a la tasa de inflación general.

La inflación de la zona del euro también baja hasta el 2,5%.

LA CONTRIBUCIÓN DIRECTA DE LOS CARBURANTES Y LUBRICANTES A LA INFLACIÓN GENERAL CONTINÚA SIENDO IMPORTANTE

Contribución a la variación interanual del IPC



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

El diferencial de inflación respecto a la zona del euro se sitúa en cinco décimas.

confirma la desaceleración de la actividad económica en el conjunto de la eurozona.

Volviendo al caso español, la evolución de los precios es clave para valorar las perspectivas de recuperación de la economía. Por una parte, cuando persisten las presiones inflacionistas por causas ajenas a la demanda interna como, por ejemplo, por el encarecimiento del precio del crudo, disminuye el poder adquisitivo de las familias y ello reduce su capacidad de consumo. Por otra parte, si la inflación aquí supera ampliamente la registrada en el resto de la zona del euro, su principal socio comercial, la economía española pierde competitividad. Por tanto, una variable importante para evaluar el comportamiento de la economía española la otorga el diferencial de su inflación con respecto a la zona del euro. Según datos de Eurostat, la variación interanual del índice de precios armonizado de la zona del euro se situó en el 2,5%, mientras que el registrado en Es-

paña fue del 3,0%. Ello refleja que el diferencial de la inflación continúa siendo bastante importante. No obstante, parte de esta brecha se ha reducido gracias a la absorción de los cambios impositivos introducidos en España durante el segundo trimestre del año 2010. El diferencial debería también reducirse si las tarifas del petróleo se moderan en los próximos meses, dado que la evolución del índice de precios en España es más sensible a estos que en el promedio de la zona del euro.

Además del diferencial de la inflación con respecto al resto de países de la zona del euro, otra variable clave para calibrar la competitividad de la economía española es el índice de precios industriales, ya que estos pueden afectar su capacidad exportadora. Tras dos bajadas consecutivas substanciales de la tasa de crecimiento interanual de este índice en el mes de abril y mayo, como consecuencia de la desaceleración de los precios de la energía y de los

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO POR GRUPOS DE COMPONENTES

Julio

	Índices (*)	% variación mensual		% variación s/diciembre anterior		% variación anual		
		2010	2011	2010	2011	2010	2011	
Por clases de gasto								
Alimentos y bebidas no alcohólicas	110,0	0,2	0,2	-0,5	1,1	-0,3	2,4	
Bebidas alcohólicas y tabaco	144,6	0,5	2,0	8,6	-0,4	8,7	5,6	
Vestido y calzado	92,8	-11,7	-12,0	-14,0	-14,6	-0,2	0,0	
Vivienda	125,1	1,3	1,1	3,5	5,2	4,3	7,4	
Menaje	108,2	-0,4	-0,8	-0,4	-0,2	0,7	1,1	
Medicina	96,2	0,0	-0,1	-0,6	-0,1	-0,4	-0,7	
Transporte	117,9	0,7	0,6	5,9	4,4	6,2	7,7	
Comunicaciones	97,6	0,5	-1,0	-0,5	-1,0	-0,6	-1,2	
Ocio y cultura	99,0	1,6	2,3	0,5	1,5	-0,7	-0,1	
Enseñanza	117,2	0,0	0,0	0,1	0,1	2,6	2,3	
Hoteles, cafés y restaurantes	116,0	0,9	0,7	2,0	2,0	1,2	1,6	
Otros	115,2	0,0	-0,2	1,9	2,0	2,4	3,0	
Agrupaciones								
Alimentos con elaboración	116,3	0,1	0,6	0,6	1,4	0,7	3,4	
Alimentos sin elaboración	109,4	0,6	0,1	0,8	-0,1	1,1	1,6	
Conjunto no alimentario	110,8	-0,6	-0,8	0,5	0,6	2,2	3,2	
Bienes industriales	107,4	-2,1	-2,2	-0,5	-0,6	3,0	4,6	
<i>Productos energéticos</i>	136,2	1,1	1,6	9,6	9,9	11,8	16,0	
<i>Carburantes y combustibles</i>	133,3	0,9	1,8	11,8	10,0	14,9	16,5	
<i>Bienes industriales sin productos energéticos</i>	97,8	-3,3	-3,8	-4,0	-4,4	-0,1	0,4	
Servicios	114,5	0,8	0,6	1,6	1,7	1,4	1,7	
Inflación subyacente (**)	108,8	-0,7	-0,9	-0,5	-0,5	0,8	1,6	
ÍNDICE GENERAL	111,7	-0,4	-0,5	0,6	0,7	1,9	3,1	

NOTAS: (*) Base 2006 = 100.

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

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

bienes intermedios, en junio se mantuvo estable en el 6,7%. Esta tasa permanece bastante elevada, por encima de su promedio histórico, del 5,9%, calculado a partir del inicio de la serie en el año 1975.

En resumen, se espera que la inflación descienda lentamente hacia cotas más cercanas al 2% en diciembre de 2011 gracias a la desaparición de los efectos de base de las

subidas de los impuestos indirectos llevadas a cabo en 2010 y a la moderación del precio del crudo. Esto último debería contener también los costes de producción. Ambos factores facilitarían que se recuperara algo la competitividad de la economía española y mejorara el poder de compra de los consumidores, contribuyendo así positivamente en el proceso de recuperación de la actividad económica.

Los costes de producción bajan el segundo trimestre de 2011, pero continúan históricamente elevados.

INDICADORES DE INFLACIÓN

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	Precios agrarios	Índice de precios industriales					Precios de importación			Deflactor del PIB (*)		
		Índice general	Bienes de consumo	Bienes de equipo	Bienes intermedios	Bienes energéticos	Total	Bienes de consumo	Bienes de capital		Bienes intermedios (**)	
2010												
Junio	8,6	3,2	0,3	0,1	3,7	8,7	10,1	5,3	2,0	10,9	-	
Julio	4,5	3,3	0,2	0,2	3,2	9,8	9,3	4,9	2,0	10,5	-	
Agosto	5,1	2,7	0,0	0,5	3,4	7,0	8,7	6,0	1,8	10,2	1,3	
Septiembre	8,0	3,4	0,2	0,5	4,0	9,1	9,2	6,9	1,8	10,7	-	
Octubre	10,3	4,1	0,6	0,5	4,3	10,5	8,6	6,4	1,7	10,5	-	
Noviembre	10,3	4,4	0,9	0,6	5,1	10,7	9,2	7,7	2,1	11,0	1,4	
Diciembre	8,5	5,3	1,3	0,7	5,7	13,5	10,4	8,1	2,5	11,8	-	
2011												
Enero	3,7	6,8	1,5	1,0	6,8	17,3	11,7	7,3	2,0	12,2	-	
Febrero	1,3	7,6	1,9	0,9	7,9	18,5	11,1	6,2	1,4	13,1	1,8	
Marzo	-5,2	7,8	2,1	1,2	8,0	18,6	10,8	5,4	1,5	11,6	-	
Abril	-4,7	7,3	2,5	1,3	7,1	17,1	10,0	3,9	1,6	10,3	-	
Mayo	...	6,7	2,6	1,3	6,5	15,4	8,6	3,0	0,8	8,2	...	
Junio	...	6,7	2,6	1,2	6,4	15,4	7,7	2,3	0,6	6,8	-	

NOTAS: (*) Datos corregidos de estacionalidad y calendario.

(**) Excepto energía.

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

Sector exterior

La demanda exterior sostiene el crecimiento español

La economía española creció un 0,2% intertrimestral entre abril y junio de 2011. Como ya ocurrió en los trimestres anteriores, esta débil recuperación se apoyó, principalmente, en el dinamismo de la demanda exterior. La aportación externa al crecimiento fue de cinco décimas durante este periodo. El fuerte empuje de las exportaciones de turismo y la atonía de la demanda interna, con la consiguiente ralentización de las importaciones, explican

este buen comportamiento. Todo ello, sin embargo, en un contexto de desaceleración de las exportaciones, en sintonía con el menor empuje del comercio mundial. La continuidad de esta contribución positiva de la demanda externa al crecimiento depende de la evolución de la actividad global. En este aspecto, el menor vigor de la economía europea se postula como el principal riesgo a corto plazo.

La Unión Europea se mantiene como el principal destino de las exportaciones españolas, albergando el 66,5% del total

La recuperación española sigue sustentada por el sector exterior.

COMERCIO EXTERIOR

Enero-junio 2011

	Importaciones			Exportaciones			Saldo	Tasa de cobertura (%)
	Millones de euros	% variación anual en valor	% participación	Millones de euros	% variación anual en valor	% participación	Millones de euros	
Por grupos de productos								
Energéticos	27.551	29,0	21,1	6.326	72,9	5,9	-21.225	23,0
Bienes de consumo	29.354	1,3	22,5	35.196	13,4	33,1	5.842	119,9
<i>Alimenticios</i>	7.665	6,7	5,9	13.108	10,0	12,3	5.443	171,0
<i>No alimenticios</i>	21.689	-0,5	16,6	22.088	15,5	20,8	399	101,8
Bienes de capital	8.495	-1,2	6,5	9.289	20,6	8,7	794	109,3
Bienes intermedios no energéticos	65.030	13,9	49,9	55.553	17,3	52,2	-9.477	85,4
Por áreas geográficas								
Unión Europea	69.107	6,3	53,0	70.695	14,9	66,5	1.587	102,3
<i>Zona del euro</i>	56.109	7,6	43,0	56.836	12,0	53,4	726	101,3
Otros países	61.322	20,2	47,0	35.668	26,2	33,5	-25.654	58,2
<i>Rusia</i>	4.760	68,1	3,6	1.161	42,7	1,1	-3.599	24,4
<i>EEUU</i>	5.295	18,9	4,1	4.244	40,8	4,0	-1.051	80,2
<i>Japón</i>	1.659	-10,3	1,3	878	25,0	0,8	-781	52,9
<i>América Latina</i>	8.212	23,8	6,3	5.979	31,0	5,6	-2.234	72,8
<i>OPEP</i>	13.349	21,9	10,2	3.958	23,5	3,7	-9.391	29,7
<i>Resto</i>	28.047	15,5	21,5	19.447	21,8	18,3	-8.600	69,3
TOTAL	130.430	12,4	100,0	106.363	18,5	100,0	-24.067	81,5

FUENTES: Ministerio de Economía y elaboración propia.

El déficit comercial acumulado durante el último año se reduce un 4,1% interanual en junio...

durante la primera mitad del año. El análisis de los datos acumulados de los últimos doce meses muestra que, en este mercado, el saldo comercial registró el primer superávit desde que se poseen datos. Ello contribuyó a la reducción del déficit comercial total acumulado en este periodo, hasta los 50.105 millones de euros, un 4,1% inferior al del mismo mes del año anterior. Dicho ajuste responde a un mayor dinamismo de las exportaciones que de las importaciones realizadas desde julio de 2010, con incrementos interanuales del 18,5% y del 13,2% respectivamente.

El diferencial entre ambos flujos comerciales es aún mayor si se tienen en cuenta los datos reales. El intenso incremento del precio del petróleo elevó el déficit energético de los últimos doce meses hasta los 38.968 millones de euros. No obstante, a partir del mes de abril, el volumen de importaciones de bienes energéticos empezó a contraerse paulatinamente. Se espera que el desajuste del saldo energético se modere a partir del cuarto trimestre, una vez el diferencial de precios respecto a los del año anterior empiece a reducirse.

Por lo que se refiere al resto de productos, el déficit no energético acumulado durante el último año aceleró su ritmo de contracción en junio, con una caída del 44,7% interanual. Destaca el buen comportamiento de los bienes de consumo duradero y el sector del automóvil. En contraposición, la alerta alimentaria desatada en el seno de la Unión Europea supuso un duro revés para la exportación de bienes alimenticios. En el mes de junio, esta partida registró una caída del superávit comercial del 91,1%.

En clave de futuro, la desaceleración del crecimiento en las principales economías europeas ralentizará la corrección del desequilibrio comercial durante el tercer trimestre. Se espera que, a partir de octubre, la menor presión del componente energético impulse de nuevo el ritmo de ajuste.

Reducción del déficit corriente en marzo

Por lo que se refiere a la balanza por cuenta corriente, los datos de mayo muestran una reducción del déficit del 29,2% interanual. Como consecuencia, el desequilibrio acumulado de los últimos doce meses aceleró su contracción, hasta los 46.469 millones de euros. Esta mejora fue prácticamente generalizada, sin lugar a dudas, el buen comportamiento de la balanza de servicios se convirtió en la principal vía de reducción del déficit corriente.

En efecto, el superávit de la balanza de servicios acumulado desde junio de 2010 aumentó en 4.482 millones de euros respecto al registrado doce meses atrás. Esta mejora responde tanto al incremento de los ingresos turísticos como del resto de servicios. Respecto a los primeros, el gráfico muestra que la entrada de turistas extranjeros en España intensificó su dinámica de recuperación durante el segundo trimestre de 2011. Este repunte fue resultado de la favorable situación económica de los países europeos y de la inestabilidad geopolítica en el Norte de África. El mantenimiento de esta tendencia supondría más de 56 millones de entradas de turistas.

Solamente la balanza de rentas registró un aumento del déficit durante este periodo. Ello responde al aumento del coste de financiación de la deuda española. En este sentido, las recientes tensiones en los mercados de deuda pública mantendrán esta tendencia en el corto plazo.

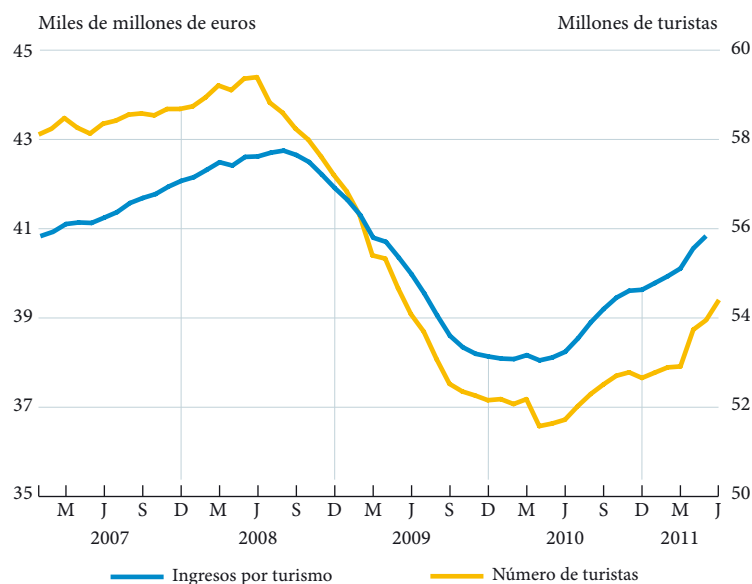
De hecho, la incertidumbre en los mercados de financiación se ha reflejado en la reducción de la inversión directa extranjera en España en mayo, y la salida neta de inversión en cartera. Las principales vías de financiación este mes fueron la inversión a corto plazo y el recurso al Banco Central Europeo.

...debido al buen comportamiento del déficit no energético, que acelera su ritmo de contracción.

El déficit corriente se reduce un 29,2% en mayo, impulsado por la balanza de servicios.

EL AUMENTO DE LAS ENTRADAS DE TURISTAS IMPULSA EL SALDO CORRIENTE

Número de turistas e ingresos por turismo acumulados durante los últimos doce meses



FUENTES: Ministerio de Economía y elaboración propia.

BALANZA DE PAGOS

Mayo 2011

	Acumulado año		Doce últimos meses		
	Saldo en millones de euros	% variac. anual	Saldo en millones de euros	Variación anual Absoluta	%
Balanza corriente					
Balanza comercial	-18.148	-7,6	-45.645	542	-1,2
Servicios					
<i>Turismo</i>	9.783	14,7	28.209	2.289	8,8
<i>Otros servicios</i>	404	-	1.628	2.193	-
Total	10.188	25,0	29.837	4.482	17,7
Rentas	-11.149	20,6	-23.842	-106	0,4
Transferencias	-4.961	-5,6	-6.819	1.592	-18,9
Total	-24.071	-7,4	-46.469	6.510	-12,3
Cuenta de capital	2.404	-31,0	5.215	-427	-7,6
Balanza financiera					
Inversiones directas	-8.171	-	-13.205	-28.407	-
Inversiones de cartera	16.758	-	57.272	27.859	94,7
Otras inversiones	12.403	-	16.021	55.432	-
Total	20.989	-	60.088	54.884	-
Errores y omisiones	-1.173	-64,4	-330	7.495	-95,8
Variación de activos del Banco de España	1.850	-94,9	-18.505	-68.206	-

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.

Sector público

La incertidumbre se instala en los mercados de deuda pública

La deuda pública ha copado las principales portadas económicas durante el periodo estival. Las dudas ante una posible reestructuración de la deuda griega y la demora en la aprobación del segundo plan de rescate al país heleno se extendieron hacia los mercados de deuda soberana. Además, las medidas anunciadas en julio por el Eurogrupo fueron insuficientes para calmar la tensión avivada por la desaceleración del crecimiento económico europeo. Los bonos españoles e italianos se vieron afectados, con un intenso repunte en su prima de riesgo. La intervención, a mediados de agosto, del Banco Central Europeo (BCE) con la compra de títulos de deuda

permitió estabilizar el rendimiento de las deudas soberanas. Sin embargo, dicho respaldo se antoja temporal. Continúa siendo fundamental que se adopten medidas a nivel europeo y nacional que disipen la incertidumbre en los mercados de deuda.

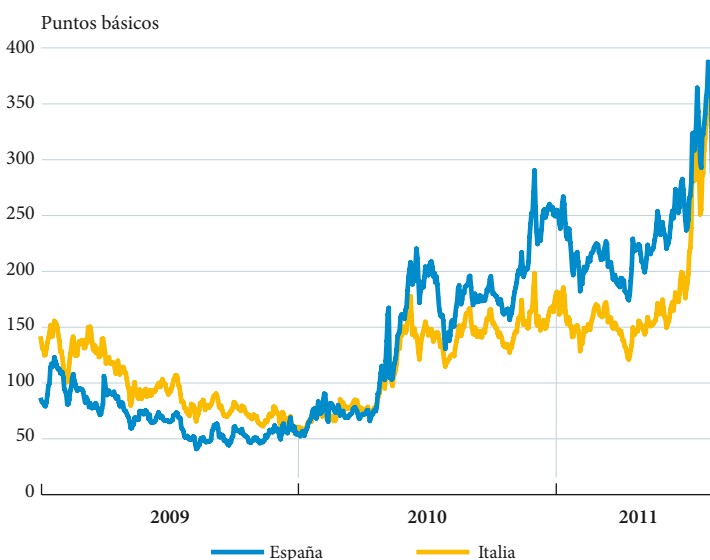
Efectivamente, la prima de riesgo española aumentó hasta los 400 puntos básicos, un nuevo máximo desde la adopción del euro. La rápida actuación del BCE neutralizó este repunte, reduciendo el diferencial hasta los 270 puntos básicos. A pesar de ello, el mayor coste de emisión exigido durante los últimos meses sigue presionando al alza el tipo de interés medio de la deuda en circulación. Este se situaba en el 3,9% en junio de 2011, dos décimas por encima del observado seis meses atrás. Esta tendencia

La intervención del BCE neutraliza temporalmente el intenso repunte de la prima de riesgo española.

El tipo de interés medio de la deuda se eleva dos décimas hasta el 3,9% en medio año.

LA INTERVENCIÓN DEL BCE NEUTRALIZA EL REPUNTE DE LA PRIMA DE RIESGO ITALIANA Y ESPAÑOLA

Diferencial entre la rentabilidad del bono a diez años con el *bund* alemán



FUENTES: Thomson Reuters Datastream y elaboración propia.

se mantendrá acercándose al 4,6% registrado la primera década del siglo.

Este incremento del riesgo soberano no afectó exclusivamente a España. Italia, aunque también otros países como Francia y Bélgica, registraron un importante deterioro de su prima de riesgo. Ante esta situación, varios de ellos han adoptado nuevas medidas de ajuste fiscal para calmar la inquietud de los mercados sobre la situación de sus finanzas públicas.

En este sentido, el Gobierno español aprobó el adelanto del cobro del Impuesto de Sociedades para las grandes empresas y la racionalización del gasto farmacéutico. El Ministerio de Economía prevé que ambas medidas supongan cerca de 5.000 millones este año entre recaudación adicional y ahorro de gastos. En el caso del Impuesto de Sociedades, sin embargo, ello será a cambio de menores ingresos en 2012.

Simultáneamente, se han acelerado los trámites para privatizar, en noviembre, los aeropuertos de Madrid y Barcelona, así como el 30% de la Lotería Nacional. Según el Ministerio, todas estas privatizaciones comportarán alrededor de 12.000 millones de euros adicionales para las arcas del sector público. En contraposición, se aprobó la prórroga, por seis meses, de los 400 euros que reciben los parados que ya han agotado su prestación, que aumentará ligeramente los gastos públicos alrededor de 240 millones de euros. Asimismo se redujo el tipo impositivo al que se grava la compra de viviendas nuevas hasta la mitad, del 8% al 4%, hasta finales de 2011.

Estas medidas intentan facilitar el cumplimiento del objetivo del déficit recogido en el plan de estabilidad, del 6,0% del PIB para 2011. La información mensual más reciente respecto a la ejecución presupuestaria del Estado no se desvía significativamente. El déficit de caja acumulado en el primer semestre del año fue de 23.495 mi-

llones de euros, un 23,7% inferior al del mismo periodo de 2010. Analizando los flujos de caja agregados del Estado y las comunidades se observa un incremento de la recaudación impositiva del 4,2% interanual en este periodo. Destaca el buen comportamiento del impuesto sobre la renta de las personas físicas (IRPF) y del impuesto sobre el valor añadido (IVA), con crecimientos del 6,5% y del 9,4% interanual respectivamente.

Por el lado de los pagos, las medidas de austeridad del Gobierno permitieron la contracción de las inversiones reales en un 26,8% respecto a la primera mitad de 2010. Los sueldos del personal público también se redujeron un 5,2% interanual. De mantenerse esta evolución en lo que queda de año, el Estado alcanzaría su objetivo de déficit de caja para 2011, de 44.036 millones de euros.

No obstante, el cumplimiento de los objetivos fijados en el plan de estabilidad no está exento de riesgos. Existen dudas respecto a la velocidad de recuperación de la economía española y la desviación de las comunidades autónomas de su objetivo de déficit. La publicación de las cuentas públicas de estas últimas referentes al segundo trimestre a finales de agosto aportará información relevante en este aspecto.

En conclusión, el mantenimiento de las tensiones en el mercado de deuda pública europea pone de manifiesto que las medidas tomadas hasta la fecha no han conseguido el efecto deseado. Siguen siendo necesarias medidas que restablezcan la confianza en la solvencia de las cuentas públicas, tanto a corto como a medio y largo plazo. En este último aspecto destaca, a nivel nacional, la introducción de una nueva regla, en la Constitución, que limita el déficit estructural al 0,4% del PIB. Esta directriz se alinea con las propuestas de los líderes francés y alemana.

Las nuevas medidas aprobadas en agosto supondrán un ahorro de 5.000 millones de euros.

El déficit de caja se reduce un 23,7% interanual en la primera mitad del año.

Se introduce una nueva regla que liga el incremento del gasto público al crecimiento de la economía a medio plazo.

Ahorro y financiación

El sector bancario sale reforzado tras las pruebas de resistencia

El sector financiero encara el nuevo curso con confianza renovada. Por un lado, superó con buena nota las pruebas de resistencia coordinadas por la Autoridad Bancaria Europea (EBA). Además, en este mes de septiembre finaliza el plazo para que las entidades bancarias españolas alcancen los nuevos requerimientos de capital mínimo exigidos por el regulador bancario. Atrás queda medio año de profunda transformación, centrada fundamentalmente en el sector de las cajas de ahorros. Finalmente, solo cuatro de las trece entidades que en marzo precisaban de capital adicional han solicitado ayudas públicas para recapitalizarse. De lo anterior se colige una mejora de la transparencia y de la solvencia del sector bancario español. Sin embargo, las tensiones en los mercados de financiación y la debilidad de la actividad suponen exigentes retos a corto y medio plazo. Todo ello en un contexto de desapalancamiento del sector privado que mantendrá la senda de reducción del crédito.

En efecto, la solvencia del sistema bancario español salió reforzada tras la publicación de los resultados de las pruebas de resistencia a la banca europea. Los motivos son esencialmente tres. Primero, transparencia. El análisis del sector bancario español incluyó a todas las cajas de ahorros y bancos cotizados. Con estos se superaba el 50% de los activos totales del sistema exigido por la EBA. Segundo, mayor severidad. Los escenarios macroeconómicos contemplados en el ejercicio eran más severos para España y presentaban una probabilidad de ocurrencia menor que en

otros países. Por último, capital adicional. Las provisiones genéricas de las entidades de crédito españolas, que permiten absorber las pérdidas, no fueron consideradas dentro de la definición de capital utilizada en las pruebas. La publicación de los resultados señaló cinco entidades españolas que no alcanzaban el nivel de capital mínimo exigido. Una cifra que se reduce a cero en caso de añadir al capital las provisiones genéricas y los bonos obligatoriamente convertibles.

Este buen resultado debería ayudar a reducir la incertidumbre en torno a la solvencia del sistema bancario español. Sin embargo, tras la incapacidad de detectar el caso irlandés el año pasado, los mercados han leído con mucho escepticismo los resultados de este año. Además, las turbulencias en los mercados de deuda soberana mantuvieron elevado el coste de financiación de las entidades bancarias. Ante estas dificultades, la dependencia del sector al recurso del Banco Central Europeo volvió a aumentar en julio hasta los 52.053 millones de euros. Aunque esta cifra se mantiene lejos del máximo alcanzado un año atrás, de 130.209 millones de euros, el cierre de los mercados mayoristas apunta hacia la continuidad de esta tendencia durante los próximos meses. Según el calendario de vencimientos de la deuda bancaria, la necesidad de refinanciación del sector aumentará considerablemente en 2012, por lo tanto, es prioritario que las tensiones en estos mercados se relajen.

Sin duda, un repunte del ritmo de crecimiento de la economía española acercaría este objetivo. Hasta el momento, el débil dinamismo de la economía no es suficien-

En septiembre finaliza el proceso de recapitalización del sistema bancario español.

Aumenta el recurso de las entidades financieras al Banco Central Europeo en julio.

La morosidad se reduce siete puntos básicos, hasta el 6,42%.

te para generar empleo. En este contexto, la tasa de morosidad fue del 6,42% en julio. A pesar de la leve reducción, de 7 puntos básicos respecto al mes anterior, esta cifra sigue siendo elevada, y deteriora la calidad de la cartera crediticia de las entidades financieras.

Pero el endurecimiento de las condiciones de financiación de las entidades bancarias no se trasladó al negocio minorista en junio. Tras varios meses de subidas, el tipo de interés de las nuevas operaciones crediticias se redujo respecto al mes anterior. En el caso de las familias, la disminución de 5 puntos básicos viene explicada por la intensa reducción del coste de los préstamos al consumo y otros fines. Esta contrarresta la subida de los tipos para la adquisición de la vivienda. Por lo que respecta a las empresas, la reducción fue mayor, de 16 puntos básicos.

Este comportamiento de los tipos de interés coincide con el resultado de la encuesta

de préstamos bancarios del mes de julio. Así, tal y como ya se anticipó en abril, los criterios de concesión crediticia a empresas y a hogares para el consumo y otros fines se mantuvieron estables durante el segundo trimestre de 2011. Solamente los créditos destinados a la adquisición de vivienda experimentaron un leve endurecimiento en este periodo. Las expectativas de las entidades participantes apuntan hacia el mantenimiento de las condiciones crediticias durante los próximos meses.

A pesar de ello, la concesión de crédito nuevo se redujo un 5,7% en junio respecto al mismo mes del año anterior. Destaca la intensa caída del crédito a los hogares, del 30,1% en este mismo periodo. Como consecuencia, el ritmo de contracción de la financiación al sector privado se intensificó, con una reducción del 1,1% interanual. El desapalancamiento del sector privado durante la primera mitad del año fue el motivo principal. Así, las empresas no financieras y los hogares redujeron su *stock*

Se mantienen los criterios de concesión crediticia a empresas y para el consumo de los hogares en el segundo trimestre.

La deuda del sector privado sigue reduciéndose en el segundo trimestre.

FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS (1)

Junio 2011

	Saldo	Variación año actual	Variación 12 meses	% participación
	Millones de euros	Millones de euros	% (2)	
Sector privado	2.177.571	-34.443	-1,1	75,6
Empresas no financieras	1.290.608	-22.842	-0,6	44,8
<i>Préstamos de entidades residentes</i> (3)	870.711	-26.764	-2,7	30,2
<i>Valores distintos de acciones</i>	67.139	2.703	5,2	2,3
<i>Préstamos del exterior</i>	352.759	1.219	3,9	12,3
Hogares (4)	886.963	-11.601	-1,9	30,8
<i>Préstamos para la vivienda</i> (3)	671.042	-8.916	-1,1	23,3
Otros (3)	212.531	-2.754	-4,3	7,4
<i>Préstamos del exterior</i>	3.389	69	6,6	0,1
Administraciones públicas (5)	701.502	62.903	13,7	24,4
TOTAL	2.879.072	28.460	2,7	100,0

NOTAS: (1) Residentes en España.

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

(3) Incluyen préstamos titulizados fuera del balance bancario.

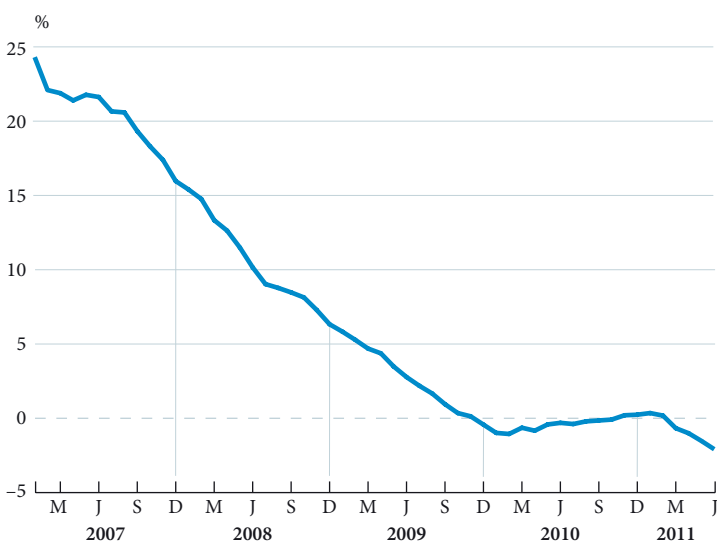
(4) Incluyen las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

LA FINANCIACIÓN AL SECTOR PRIVADO INTENSIFICA SU RITMO DE CONTRACCIÓN

Tasa de variación interanual



FUENTE: Banco de España.

de deuda en 34.443 millones de euros. Este fenómeno fue contrarrestado por el aumento del endeudamiento del sector público, de 62.903 millones de euros entre enero y junio de 2011.

El desapalancamiento del sector privado corregirá paulatinamente el exceso de crédito acumulado durante el último periodo expansivo. Sin embargo, como indica el Fondo Monetario Internacional en su informe anual sobre la economía española, este proceso será lento. Se espera que la deuda privada española, medida en porcentaje del producto interior bruto, converja gradualmente hacia niveles similares a los europeos.

El nuevo decreto frenará el crecimiento de los tipos de interés

La tasa de ahorro de los hogares mantuvo, en el primer trimestre de 2011, el perfil descendente que inició un año atrás, hasta situarse en el 12,2% de la renta disponible en términos acumulados de cuatro tri-

mestres. Esta cifra se aleja del máximo alcanzado en 2009, cuando el aumento del ahorro de las familias, debido a la coyuntura económica negativa, lo situó por encima del 18%. Se espera que, a lo largo de este año, la tasa de ahorro se aproxime a los niveles registrados antes de la recesión, ligeramente por encima del 11%.

El crecimiento interanual de los pasivos bancarios en manos de familias y empresas volvió a desacelerarse en junio, situándose en el 1,3%. Esta ralentización, generalizada entre los distintos instrumentos de pasivo, tuvo lugar en un periodo de estancamiento de los tipos de interés. Solamente la remuneración de los depósitos a plazo registró un incremento significativo en junio, de 8 puntos básicos respecto al mes anterior.

En este aspecto, las turbulencias en los mercados de deuda soberana durante los meses de verano aumentaron la necesidad de captación de depósitos de la clientela. Ello debería presionar al alza los tipos de interés. Sin embargo, la aprobación, el pasado 4 de julio, del decreto que limita los

Se mantiene la desaceleración en el crecimiento de los pasivos bancarios en manos de hogares y empresas.

PASIVOS DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO FRENTE A EMPRESAS Y FAMILIAS

Junio 2011

	Saldo	Variación año actual		Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%	
A la vista	271.004	9.238	3,5	5.642	2,1	19,0
De ahorro	208.284	-3.003	-1,4	-5.494	-2,6	14,6
A plazo	732.412	-11.237	-1,5	18.018	2,5	51,4
En moneda extranjera	20.491	1.108	5,7	-1.934	-8,6	1,4
Total depósitos	1.232.191	-3.894	-0,3	16.233	1,3	86,4
Resto del pasivo (*)	193.305	-9.706	-4,8	-6.932	-3,5	13,6
TOTAL	1.425.496	-13.600	-0,9	9.301	0,7	100,0

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

tipos de interés ofertados por los depósitos pondrá freno a esta escalada. Esta medida podría suponer la fuga de depósitos bancarios hacia otros instrumentos financieros de mayor rentabilidad como, por ejemplo, la deuda pública soberana. Este

escenario beneficia también a los fondos de inversión, una vez la volatilidad vuelva a niveles más moderados. De momento, no obstante, los datos de julio registraron reembolsos netos por un montante de 570 millones de euros.

Estudios y Análisis Económico, "la Caixa"

Publicaciones

Todas las publicaciones están disponibles en Internet: www.laCaixa.es/estudios
Correo electrónico: publicacioneseestudios@lacaixa.es

■ INFORME MENSUAL

Informe sobre la situación económica (disponible también en inglés)

■ ANUARIO ECONÓMICO DE ESPAÑA 2011

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

■ COLECCIÓN COMUNIDADES AUTÓNOMAS

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

■ 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"

15. Factores determinantes del rendimiento educativo: el caso de Cataluña María Gutiérrez-Domènech
16. ¿El retorno del *decoupling*? Mito y realidad en el desacoplamiento de las economías emergentes Àlex Ruiz
17. El crecimiento de China: ¿de qué fuentes bebe el gigante asiático? Claudia Canals
18. Hacia una nueva arquitectura financiera Oriol Aspachs-Bracons, Matthias Bulach, Jordi Gual y Sandra Jódar-Rosell
19. Globalización y *decoupling*. ¿Hacia un mundo emergente desacoplado de las economías avanzadas? Àlex Ruiz
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

■ "la Caixa" ECONOMIC PAPERS

2. Explaining Inflation Differentials between Spain and the Euro Area Pau Rabanal
3. A Value Chain Analysis of Foreign Direct Investment Claudia Canals and Marta Noguer
4. Time to Rethink Merger Policy? Jordi Gual
5. Integrating regulated network markets in Europe Jordi Gual
6. Should the ECB target employment? Pau Rabanal

■ DOCUMENTOS DE TRABAJO

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

- 01/2010. The impact for Spain of the new banking regulations proposed by the Basel Committee "la Caixa" Research Department
- 01/2011. Crecimiento *versus* progreso Jordi Gual
- 02/2011. Sobrecalentamiento emergente: Causas, consecuencias y riesgos Claudia Canals y Marta Noguer
- 03/2011. School Dropout in Europe: Trends and Drivers Maria Gutiérrez-Domènech
- 04/2011. Nuevas regulaciones de capital en banca: una reflexión crítica Jordi Gual
- 05/2011. Offshoring and Intellectual Property Rights Reform Claudia Canals y Fuat Sener
- 06/2011. Turquía: ¿ajuste macroeconómico en año electoral? Àlex Ruiz

■ ESTUDIOS ECONÓMICOS

35. La generación de la transición: entre el trabajo y la jubilación Víctor Pérez-Díaz y Juan Carlos Rodríguez
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:

- Manuel Castells
Universitat Oberta de Catalunya y University of Southern California
- Antonio Ciccone
ICREA-Universitat Pompeu Fabra
- Luis Garicano
London School of Economics
- Josefina Gómez Mendoza
Universidad Autónoma de Madrid
- Mauro F. Guillén
Wharton School, University of Pennsylvania
- Inés Macho-Stadler
Universitat Autònoma de Barcelona
- Massimo Motta
Barcelona GSE - Universitat Pompeu Fabra
- Ginés de Rus
Universidad de Las Palmas de Gran Canaria
- Robert Tornabell
ESADE Business School
- Jaume Ventura
CREI-Universitat Pompeu Fabra

Área de Estudios y Análisis Económico

- Jordi Gual
Director Ejecutivo de "la Caixa"
- Joan Elías
Adjunto a la Dirección
- Matthias Bulach
Director de Análisis Económico
- Enric Fernández
Director de Economía Internacional
- Oriol Aspachs
Director de Economía Europea
- Avelino Hernández
Director de Mercados Financieros

INFORME MENSUAL

Septiembre 2011

CAJA DE AHORROS Y PENSIONES DE BARCELONA

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...):
publicacionesestudios@lacaixa.es

GRUPO "la Caixa": DATOS MÁS RELEVANTES

a 31 de diciembre de 2010

ACTIVIDAD FINANCIERA	Millones €
Recursos totales de clientes	247.897
Créditos sobre clientes	189.546
Resultado atribuido al Grupo	1.307

PERSONAL, OFICINAS Y MEDIOS DE PAGO	
Empleados	28.651
Oficinas	5.409
Terminales de autoservicio	8.181
Tarjetas (millones)	10,3

OBRA SOCIAL: PRESUPUESTO POR ACTIVIDADES PARA 2011	Millones €
Sociales	335
Ciencia y medio ambiente	68
Culturales	64
Educativas e investigación	33
TOTAL PRESUPUESTO	500



Informe Mensual edición iPad

La economía desde tu sofá

El Informe Mensual edición iPad se ha generado en un formato que se puede leer desde el iPad de Apple y desde la mayoría de lectores de libros electrónicos (e-Book readers). Se incluye el formato específico de los lectores Kindle de Amazon.

Más información en www.laCaixa.es/estudios

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", 2011

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

