

# Informe Mensual



## LA UNIÓN BANCARIA EN LA ZONA DEL EURO

*La integración financiera europea: antes, durante y después de la crisis* Pág. 20

Ha llegado el momento de reorientar este crucial elemento del proyecto de la Unión Europea

*El marco de resolución de crisis: un primer paso hacia la unión bancaria* Pág. 29

Los bancos deben dejar de ser europeos en la prosperidad y nacionales en la adversidad

*Primeros pasos hacia la unificación europea de los fondos de garantía de depósitos* Pág. 44

La centralización europea de fondos permitiría romper con la perversa relación entre riesgo bancario y riesgo soberano

*Hacia un régimen de supervisión bancaria supranacional* Pág. 69

La creación de un supervisor europeo es clave para solventar la crisis de la deuda soberana

# Previsiones

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

	2010	2011	2012	2011		2012			
				III	IV	I	II	III	IV
<b>ECONOMÍA INTERNACIONAL</b>									
					Previsiones		Previsiones		
<b>Producto interior bruto</b>									
Estados Unidos	2,4	1,8	2,3	1,6	2,0	2,4	2,3	2,5	1,9
Japón	4,6	-0,7	2,5	-0,7	-0,6	2,8	3,6	1,8	1,8
Reino Unido	2,1	0,7	0,2	0,5	0,6	-0,2	-0,8	1,0	0,7
Zona del euro	1,9	1,5	-0,5	1,3	0,7	0,0	-0,5	-0,9	-0,7
<i>Alemania</i>	3,6	3,1	0,8	2,7	1,9	1,2	1,0	0,4	0,6
<i>Francia</i>	1,6	1,7	0,1	1,5	1,2	0,3	0,3	-0,1	-0,1
<b>Precios de consumo</b>									
Estados Unidos	1,6	3,1	2,1	3,8	3,3	2,8	1,9	1,7	2,1
Japón	-0,7	-0,3	0,2	0,2	-0,3	0,3	0,2	0,1	0,3
Reino Unido	3,3	4,5	2,6	4,7	4,7	3,5	2,7	2,4	1,8
Zona del euro	1,6	2,7	2,3	2,7	2,9	2,7	2,5	2,0	1,8
<i>Alemania</i>	1,1	2,3	1,8	2,4	2,4	2,1	2,0	1,8	1,6
<i>Francia</i>	1,5	2,1	2,1	2,1	2,4	2,3	2,0	2,0	2,0
<b>ECONOMÍA ESPAÑOLA</b>									
					Previsiones		Previsiones		
<b>Agregados macroeconómicos</b>									
Consumo de los hogares	0,6	-0,8	-1,9	-0,2	-2,4	-1,5	-2,2	-2,1	-1,6
Consumo de las AA. PP.	1,5	-0,5	-4,4	-2,7	-1,1	-3,6	-3,0	-4,2	-7,0
Formación bruta de capital fijo	-6,2	-5,3	-9,8	-4,2	-6,0	-7,7	-9,4	-11,5	-10,6
<i>Maquinaria y bienes de equipo</i>	3,1	2,5	-8,7	3,4	-1,6	-6,0	-7,0	-11,4	-10,3
<i>Construcción</i>	-9,8	-9,0	-11,4	-8,0	-8,6	-9,5	-11,8	-12,5	-11,7
Demanda nacional (contr. al $\Delta$ PIB)	-0,6	-1,9	-4,0	-1,8	-3,1	-3,3	-3,9	-4,5	-4,5
Exportación de bienes y servicios	11,2	7,7	2,0	7,6	5,8	2,8	3,3	0,7	1,1
Importación de bienes y servicios	9,3	-0,8	-6,1	-1,2	-4,9	-5,9	-5,4	-7,4	-5,7
<b>Producto interior bruto</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>-1,5</b>	<b>0,6</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,6</b>	<b>-1,3</b>	<b>-1,8</b>	<b>-2,3</b>
<b>Otras variables</b>									
Empleo	-2,6	-1,7	-4,1	-1,6	-2,9	-3,6	-4,6	-4,5	-3,9
Tasa de paro (% población activa)	20,1	21,6	24,8	21,5	22,9	24,4	24,6	24,8	25,4
Índice de precios de consumo	1,8	3,2	2,2	3,1	2,8	2,0	2,0	2,5	2,7
Costes laborales unitarios	-2,0	-1,4	-2,4	-1,6	-1,5	-1,5	-2,1	-3,0	-2,8
Saldo operaciones corrientes (% PIB)	-4,5	-3,9	-2,6	-2,9	-2,8	-5,5	-2,1	-1,5	-1,3
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	-4,0	-3,4	-2,1	-2,4	-2,3	-5,3	-1,6	-0,9	-0,7
Saldo público (% PIB)	-9,3	-8,9	-6,3	-6,2	-12,7	-5,5			
<b>MERCADOS FINANCIEROS</b>									
					Previsiones		Previsiones		
<b>Tipos de interés internacionales</b>									
Fed Funds	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
Repo BCE	1,00	1,26	0,88	1,50	1,31	1,00	1,00	0,75	0,75
Bonos EE. UU. 10 años	3,20	2,77	1,75	2,42	2,03	2,02	1,81	1,58	1,60
Bonos alemanes 10 años	2,77	2,65	1,54	2,30	1,98	1,88	1,50	1,35	1,44
<b>Tipos de cambio</b>									
\$/Euro	1,33	1,39	1,25	1,41	1,35	1,31	1,28	1,22	1,18

## Índice

### 1 Editorial

### 2 Resumen ejecutivo

### 6 Coyuntura internacional

6 Estados Unidos

10 Japón

13 China

14 Brasil

15 México

16 Materias primas

### 18 Unión Europea

18 Actividad económica

### 20 *La integración financiera europea: antes, durante y después de la crisis*

23 Mercado de trabajo

25 Precios

26 Sector exterior

27 Sector público

### 29 *El marco de resolución de crisis: un primer paso hacia la unión bancaria*

32 Ahorro y financiación

33 Europa emergente

### 36 Mercados financieros

36 Mercados monetarios y de capital

### 44 *Primeros pasos hacia la unificación europea de los fondos de garantía de depósitos*

### 47 Coyuntura española

47 Actividad económica

52 Mercado de trabajo

56 Precios

60 Sector exterior

64 Sector público

66 Ahorro y financiación

### 69 *Hacia un régimen de supervisión bancaria supranacional*

## La unión bancaria en la zona del euro

A finales de junio, los líderes europeos se comprometieron a crear una unión bancaria y a facilitar fondos de rescate para recapitalizar directamente los bancos, en caso de necesidad. La Comisión Europea presentará en breve su propuesta relativa a un mecanismo europeo de supervisión, en el marco del desarrollo de una hoja de ruta para fortalecer la unión monetaria, que deberá ser estudiado por el Consejo de Ministros con carácter de urgencia antes de finales de 2012. Este marco financiero integrado pretende reparar una de las mayores deficiencias estructurales en el entramado institucional para la estabilidad financiera europea. ¿Responderán las actuaciones comunitarias a las expectativas generadas?

El Banco Central Europeo define la integración financiera como una situación en la que no existen fricciones que discriminen, particularmente sobre la base de la localización, entre agentes económicos en su acceso al capital y sus posibilidades de inversión. Bajo esta concepción, los efectos de la integración financiera adquieren un cariz peculiar en el caso de la eurozona, habida cuenta de que se trata de un mercado financiero en el que predomina la intermediación bancaria de base nacional. Durante las dos décadas previas al estallido de la crisis el enfoque adoptado primó la eficiencia sobre la estabilidad, confiando en un funcionamiento correcto de los mecanismos de mercado. Los dos principales elementos del marco institucional fueron la libertad de circulación y de establecimiento y la creación del euro (eliminación del riesgo cambiario y simplificación de la operativa). Siempre partiendo de la concepción de que el control y la supervisión bancaria y el aseguramiento de depósitos se basaban en el país de origen de la entidad bancaria.

La integración bancaria europea fue ganando lentamente terreno, en términos de flujos financieros entre países, e incluso en fusiones y adquisiciones supranacionales. Destacó la rápida integración de los mercados de acciones y bonos, pero también fue notable en áreas bancarias, particularmente en los mercados de financiación mayorista (interbancario, titulizaciones, etc.), y en menor medida en los mercados minoristas de préstamos y depósitos. En un clima de complacencia respecto a esta estrategia, irrumpió la grave y persistente crisis que se inició en 2008 en Estados Unidos y se recrudeció desde 2009 con los problemas de Grecia y luego de otros países de la periferia. La dinámica de la integración financiera se truncó en seco y posteriormente ha revertido. Súbitamente, afloraron las insuficiencias y disfunciones del entramado institucional existente. Con frecuencia, las respuestas que las autoridades fueron dando sobre la marcha no hicieron sino acentuar la fragmentación. El epicentro de los problemas se ha localizado en el núcleo del sistema financiero europeo: los bancos. El hecho de que el marco de supervisión, recuperación y resolución sobre el que opera la banca sea de alcance nacional en lugar de comunitario ha sido determinante en el repliegue de las entidades al interior de sus fronteras.

La crisis actual ha hecho inviable este esquema. El control y supervisión de los bancos por parte del país de origen no sirve cuando una entidad grande entra en problemas, por sus efectos sobre otros sistemas bancarios; muchos países carecen de recursos para afrontar el rescate de sus bancos principales; el vínculo perverso que se genera entre el riesgo bancario y el riesgo soberano complica definitivamente la resolución de la crisis. El apoyo financiero a España en la recapitalización de su banca refleja algunos de estos problemas y su implementación está íntimamente ligada a las disposiciones sobre unión bancaria que se están fraguando. Las propuestas de la Presidencia comunitaria, la Comisión, el Eurogrupo y el Banco Central Europeo deberán marcar la dirección que contribuya a restablecer la estabilidad financiera y alivie la presión sobre la unión monetaria europea.

## RESUMEN EJECUTIVO

**La crisis de la deuda soberana de la eurozona sigue polarizando la atención.**

**Desaceleración de la actividad global y señales de posibles actuaciones de política monetaria.**

**La actividad en Estados Unidos parece reactivarse, mientras Japón registra un inédito déficit comercial.**

### Meses decisivos en la crisis de la zona del euro

Los meses veraniegos han transcurrido en medio de una tensa espera respecto a los episodios decisivos que se avecinan en la crisis de la zona del euro. Grecia y España son los principales focos de preocupación. El país heleno ha solicitado más tiempo para aplicar los ajustes y reformas comprometidos, pero los socios europeos no se pronunciarán antes de finales de septiembre. España está pendiente de implementar los términos y condiciones de la ayuda destinada a la banca ya acordada, con un calendario que gana intensidad también a partir de septiembre. Además, se han hecho patentes las dificultades de la economía española a la hora de reducir el déficit público, que han obligado a la adopción de nuevas medidas de ajuste.

En el plano macroeconómico, la desaceleración del ritmo de actividad global y el deterioro de las expectativas de crecimiento para los dos próximos años han tenido como contrapunto los anuncios de que los bancos centrales podrían hacer uso de nuevas medidas expansivas para sostener, y si es posible impulsar, el debilitado pulso económico y financiero general. Tanto la Reserva Federal de los Estados Unidos como el Banco de Inglaterra han apuntado a la posibilidad de poner en marcha nuevas rondas de expansión monetaria, mientras que el Banco Central Europeo (BCE) ha dejado claro que tomará parte activa en la resolución de la crisis de la deuda. Estos anuncios han servido para restaurar en parte la confianza de los mercados financieros, que durante estos meses han corregido retrocesos anteriores, dentro de una tónica de volatilidad. También materias primas como el petróleo o los metales pre-

ciosos han recibido este influjo, mientras que otras, como los metales básicos, más ligados al ciclo real, reflejan la desaceleración de las grandes economías asiáticas.

Con todo, los indicadores más recientes apuntan a un repunte moderado de la actividad en Estados Unidos y de algunas economías emergentes. La economía estadounidense está registrando un tercer trimestre más fuerte que el segundo, lo que debería contribuir a que el crecimiento del producto interior bruto (PIB) para el conjunto de 2012 supere el 2%. Después de un fuerte inicio del año en que la marcha económica se vio alentada por una climatología anormalmente benigna, la actividad cayó en unos meses de letargo. La desaceleración del segundo trimestre fue, empero, algo menor de lo que se preveía, mientras que los últimos indicadores de ingresos, consumo y sector exterior apuntan a una ligera reactivación de la actividad en la segunda mitad del año. Los riesgos del actual escenario de la economía americana son los posibles efectos de un agravamiento de la crisis de la deuda soberana de la eurozona y la falta de un acuerdo presupuestario el 1 de enero de 2013, lo cual produciría una contracción fiscal automática al expirar los recortes fiscales de la era Bush. Se estima que este fenómeno podría afectar al PIB norteamericano, a través del descenso del gasto y del aumento de la carga impositiva.

En la zona asiática, llama la atención el estancamiento exportador de Japón, que ha registrado un déficit comercial inédito en su historia reciente, al alcanzar los 4,8 billones de yenes en el acumulado de los 12 meses hasta junio (un 1,0% del PIB). El PIB del segundo trimestre se ralentizó sensiblemente con un avance del 0,3% intertrimestral, aunque comparado con el mismo periodo

de 2011 el avance fue del 3,6%, por el efecto de base a raíz del *tsunami* de marzo. El consumo privado, que, de forma atípica para Japón, había sido el motor del crecimiento del primer trimestre, quedó prácticamente estancado, mientras que la inversión en equipo cambió retrocesos pasados por un avance del 1,5% intertrimestral.

También se modera el avance de China, cuyo PIB creció un 7,6% interanual en el segundo trimestre de 2012, el menor ritmo de expansión en tres años y una cifra por debajo del 8,1% del primer trimestre y de las previsiones de consenso. A pesar de la debilidad de buena parte de los indicadores de actividad del mes de julio, empiezan a darse signos de cierta estabilidad de la demanda interna, y esperamos que la continuidad en las medidas monetarias expansivas y las nuevas iniciativas fiscales den soporte al crecimiento durante la segunda mitad del año.

En cambio, la zona del euro encara una nueva recesión. El PIB se contrajo un 0,2% en el segundo trimestre, tras un crecimiento nulo en el periodo anterior. Con este dato, el crecimiento interanual entra en territorio negativo y se sitúa en el -0,4%. Las causas de una actividad económica tan anémica se encuentran en la crisis de la deuda soberana de los países periféricos y en la incertidumbre que rodea la resolución de esta crisis, que lastran la confianza.

La caída del PIB es más acentuada en los países de la periferia debido a los esfuerzos de consolidación fiscal, en un entorno de creciente desconfianza de consumidores y empresarios en el futuro inmediato de la economía. Respecto a los países nucleares, destaca Alemania con un crecimiento del 0,3% intertrimestral, lo que sitúa el crecimiento interanual del PIB germano en el 1,0%, que de todas formas no evita tampoco un creciente pesimismo sobre sus perspectivas inmediatas. Por su parte, Francia encadena tres trimestres consecutivos de crecimiento prácticamente nulo. Fuera de la eurozona, el Reino Unido sorprendió

con un retroceso del PIB más acusado de lo esperado, del -0,5% intertrimestral, siendo este el tercer trimestre con crecimiento negativo. Los riesgos para las perspectivas económicas europeas continúan apuntando a la baja. Así, los indicadores adelantados señalan un nuevo debilitamiento del crecimiento económico en la zona del euro durante el tercer trimestre.

Con todo, la actualidad comunitaria sigue polarizada por la crisis de la deuda, que en septiembre estará marcada por una nutrida agenda de reuniones y acontecimientos: Consejo de Gobierno del BCE en la primera semana del mes, presentación de la propuesta de unión bancaria por parte de la Comisión Europea (CE) el 11, decisión del Tribunal Constitucional alemán sobre los recursos de oposición al pacto fiscal y al fondo de rescate el 12, elecciones en los Países Bajos en la misma fecha y reuniones del ECOFIN y el Eurogrupo a mediados de mes. Además, como se ha señalado anteriormente, la atención estará pendiente del informe que sobre Grecia presente la «tríaca» (CE, BCE y Fondo Monetario Internacional) y de una eventual petición de rescate por parte de España.

La evolución de los mercados de deuda durante los meses de julio y agosto ha estado marcada por la marcha de los acontecimientos en la periferia de la eurozona y por las dudas en torno al crecimiento global. En el marco europeo, los inversores han seguido muy de cerca a la economía española. El respaldo político recibido en la reunión de los líderes europeos de finales de junio y la ratificación del Memorando de Acuerdo para la ayuda financiera a la banca española, unidos al nuevo plan de reformas fiscales impulsado por el Gobierno, no sirvieron para suavizar las tensiones sobre la deuda soberana española. El nerviosismo en torno a España vino alimentado por la desconfianza de que, con las medidas conocidas y el marco institucional imperante, el país sea capaz de salir del círculo vicioso de deuda, ajustes y recesión. Este sentimiento alcanzó su grado álgido cuando en julio varias

**La economía china ralentiza su crecimiento y la zona del euro se adentra en la recesión.**

**El retroceso es más acentuado en los países de la periferia europea, condicionados por la necesidad de un ajuste fiscal.**

**Los mercados financieros siguen con inquietud la evolución de la crisis de la zona del euro.**



**La prima de riesgo se contiene a la espera de una posible actuación del BCE.**

comunidades autónomas señalaron su intención de apelar a la asistencia financiera del Gobierno central, circunstancia que desató un brusco ascenso de las rentabilidades de los bonos españoles. Concretamente, la del bono a 10 años alcanzó su nivel más alto desde la entrada en vigor del euro, el 7,62%. En las semanas posteriores, y aun persistiendo las dudas sobre la sostenibilidad de la deuda pública y el acceso a la financiación en los mercados de capitales extranjeros, las rentabilidades han descendido. Este descenso de la prima de riesgo parece ligado a la posibilidad de que el Gobierno solicite un segundo rescate de mayor alcance, dirigido directamente a contener el coste de la deuda pública, y respaldado por la actuación del BCE.

De hecho, el esfuerzo del sector público español durante el primer semestre del año no ha bastado para corregir el desequilibrio presupuestario. El contexto económico adverso y el elevado coste de financiación han dificultado la consolidación de las cuentas públicas. Como consecuencia, los ministros de Economía y Finanzas de los 27 acordaron, el pasado 10 de julio, suavizar la senda de corrección del déficit español fijada en el Programa de Estabilidad. Concretamente, elevaron en un punto porcentual el objetivo de déficit para 2012, situándolo en el 6,3% del PIB y extendieron hasta 2014 el plazo para reducir el déficit por debajo del 3% del PIB. Como contrapartida, el ejecutivo ha aprobado un amplio paquete de ajuste para asegurar el cumplimiento del nuevo compromiso fiscal.

Entre las principales medidas de este paquete destaca la subida impositiva. Aumenta el impuesto sobre el valor añadido, a partir del 1 de septiembre, se incrementan los impuestos especiales, principalmente sobre los hidrocarburos, se modifica el impuesto de sociedades y se elimina la desgravación fiscal por la compra de vivienda a partir de 2013. Por lo que respecta al gasto público, se elimina la paga extraordinaria de diciembre, y se reducen las ayudas a la dependen-

cia, las políticas de empleo y la prestación por desempleo. Además, la racionalización del gasto en las distintas administraciones públicas también jugará un papel importante. Según el plan presupuestario presentado a la Comisión Europea el pasado 3 de agosto, estas medidas significarán un ahorro acumulado de 102.149 millones de euros entre 2012 y 2014.

Estas medidas deben ser capaces de reconducir el déficit público, pero sus efectos inmediatos sobre la actividad van a ser contractivos. La economía española atraviesa una nueva recesión en 2012, después de superar brevemente la de 2008-2009. En el segundo trimestre, según el Instituto Nacional de Estadística, el PIB retrocedió un 0,4% respecto al trimestre anterior, enlazando así el cuarto trimestre de crecimiento negativo. Esto sitúa la tasa de crecimiento interanual del PIB en el -1,3%. La demanda exterior mantenía su aportación positiva al crecimiento, pero la demanda nacional se desplomó casi un 4%. Como consecuencia, el empleo en la economía descendió a un ritmo interanual del 4,6%, lo que supone una reducción superior a 800.000 puestos de trabajo a tiempo completo en un año.

Aunque las perspectivas macroeconómicas inmediatas son claramente adversas, cabe destacar aspectos clave como la reducción del coste laboral unitario, el pronunciado avance de la productividad, el progreso de las exportaciones de bienes hacia países situados fuera de la zona del euro, así como el buen resultado de la balanza de servicios. Si los acuerdos relativos al rescate bancario y al apoyo de la deuda pública española son efectivos, la distensión de las condiciones financieras, la aplicación de las reformas emprendidas (particularmente en el mercado laboral) y el desarrollo de nuevas reformas estructurales permitirán aclarar progresivamente el panorama económico.

28 de agosto de 2012

**La senda de corrección del déficit público español exigida por Bruselas se suaviza.**

**La economía atraviesa una nueva recesión en 2012.**

## CRONOLOGÍA

### 2011

- 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**.
- septiembre** 22 El Congreso de los Diputados convalida el real decreto ley 13/2011 que restablece el **impuesto sobre el patrimonio** para 2011 y 2012.
- octubre** 26 La cumbre del euro acuerda lanzar un **nuevo programa de ayuda para Grecia**, con una quita del 50% de la deuda para los inversores privados, ampliar sustancialmente la capacidad financiera de la FEEF y subir la **ratio de capital de máxima calidad de los bancos** al 9%.
- noviembre** 3 El **Banco Central Europeo** baja el tipo de interés oficial al 1,25%.  
20 El Partido Popular gana las **elecciones generales** por mayoría absoluta.
- diciembre** 8 El **Banco Central Europeo** baja el tipo de interés oficial al 1,00% y anuncia dos subastas extraordinarias de liquidez a 36 meses, la ampliación de los activos elegibles como colateral y la reducción de la ratio de reservas.  
30 El Gobierno aprueba un paquete de **medidas de política económica** que incluye recortes de gastos y elevaciones de impuestos.

### 2012

- enero** 25 Los agentes sociales firman un acuerdo de **moderación salarial** con vigencia de 2012 a 2014.
- febrero** 3 El Gobierno aprueba un decreto ley de **saneamiento del sector financiero**.  
10 El Gobierno aprueba un decreto ley de medidas urgentes para la **reforma del mercado laboral**.
- marzo** 2 Veinticinco países de la Unión Europea firman el **Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza** para reforzar la disciplina fiscal.  
14 El Eurogrupo aprueba la financiación del **segundo programa de ajuste de Grecia**.  
30 El Gobierno aprueba el proyecto de **Presupuestos Generales del Estado para 2012**, que incluyen un ajuste total de 27.300 millones de euros.
- abril** 2 El Gobierno aprueba el **copago farmacéutico para los pensionistas y el aumento de las tasas universitarias** para recortar 10.000 millones de euros en sanidad y educación.
- mayo** 11 El Gobierno aprueba la **elevación de las provisiones para los activos inmobiliarios no problemáticos de la banca** para asegurar la solidez del sistema financiero.
- junio** 25 El Gobierno solicita **asistencia financiera para la banca española al Eurogrupo** después de que evaluadores independientes estimaran unas necesidades de capital de hasta 62.000 millones de euros en el escenario más adverso.  
**Chipre solicita ayuda financiera** a la eurozona y dos días más tarde también la pide al Fondo Monetario Internacional.  
29 El Consejo Europeo y el Eurogrupo adoptan medidas relevantes para la **reconducción de la crisis del euro**.
- julio** 5 El **Banco Central Europeo** baja el tipo de interés oficial al 0,75%.  
13 El Gobierno aprueba un **importante paquete de ajuste**, con un ahorro estimado en 65.000 millones de euros hasta 2014, mediante diversas medidas fiscales y de recorte de gastos.  
20 El Gobierno anuncia la **liberalización del transporte ferroviario** a partir de julio de 2013.
- agosto** 3 El Gobierno aprueba el **plan presupuestario para 2013 y 2014** para cumplir con los compromisos de consolidación fiscal.  
22 Rusia ingresa en la **Organización Mundial del Comercio**.

## AGENDA

### Septiembre

- 4 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (agosto).
- 6 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 7 Índice de producción industrial (julio).
- 12 IPC (agosto). Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 14 Encuesta trimestral de coste laboral (segundo trimestre).  
IPC armonizado de la UE (agosto).
- 21 Comercio exterior (julio).
- 25 Ingresos y gastos del Estado (agosto).  
Precios industriales (agosto).
- 28 Avance IPC (septiembre). Balanza de pagos (julio).

### Octubre

- 2 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (septiembre).
- 4 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 5 Índice de producción industrial (agosto).
- 11 IPC (septiembre).
- 16 IPC armonizado de la UE (septiembre).
- 18 Comercio exterior (agosto).
- 24 Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 25 Precios industriales (septiembre).
- 26 Encuesta de población activa (tercer trimestre).  
Avance del PIB de Estados Unidos (tercer trimestre).
- 30 Avance PIB (tercer trimestre). Ingresos y gastos del Estado (septiembre). Avance IPC (octubre).
- 31 Balanza de pagos (agosto).

## COYUNTURA INTERNACIONAL

**Estados Unidos crece un 2,2% y espera un tercer trimestre algo más fuerte.**

**La ausencia de un plan creíble de consolidación fiscal y la lentitud de la recuperación del empleo siguen siendo un lastre.**

### Estados Unidos: una precaria estabilidad

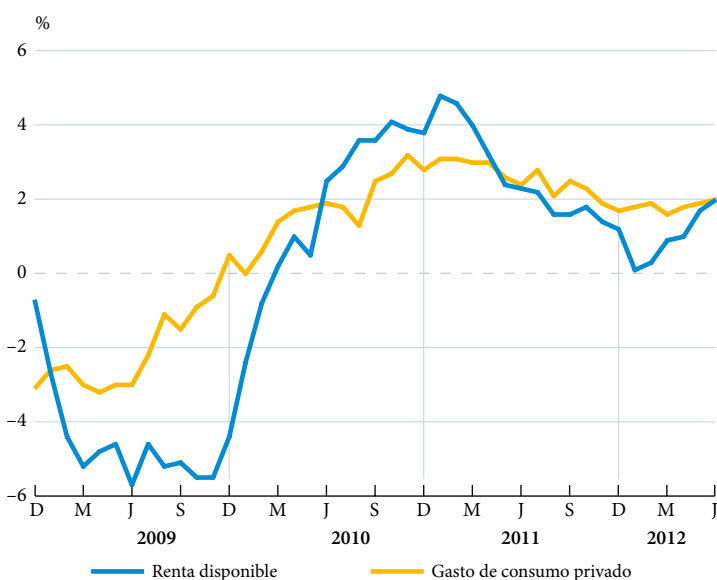
La economía estadounidense espera un tercer trimestre más fuerte que el segundo, lo que debería contribuir a que el crecimiento del producto interior bruto (PIB) para el conjunto de 2012 quedase por encima del 2,0%. Después de un fuerte inicio de año en el que la marcha económica se vió alentada por una climatología anormalmente benigna, la actividad cayó en unos meses de letargo. La desaceleración del segundo trimestre fue, empero, algo menor de lo que se preveía, mientras que la habitual revisión de julio de las cuentas nacionales, retocó seis décimas a la baja el crecimiento de 2010, dejándolo en un

2,4%, y movió ligeramente al alza el avance de 2011 hasta el 1,8%. Por su parte, los últimos indicadores de ingresos, consumo y sector exterior apuntan a un ligero incremento de la actividad en la segunda mitad de año.

Todo ello no debe hacer olvidar la precariedad de la expansión. La consolidación fiscal sigue siendo una asignatura pendiente, con un déficit público que en el primer trimestre de 2012 fue de un 8,7% del PIB para el conjunto de las administraciones, y con unos ajustes fiscales previstos para 2013 que, incluso suponiendo acuerdos de republicanos y demócratas en las dos cámaras legislativas que mitiguen sus efectos, podrían sustraer más de un 1,0%

### ESTADOS UNIDOS: LOS INGRESOS DE LOS HOGARES SE RECUPERAN

Variación interanual del consumo y la renta disponible de los hogares en términos reales



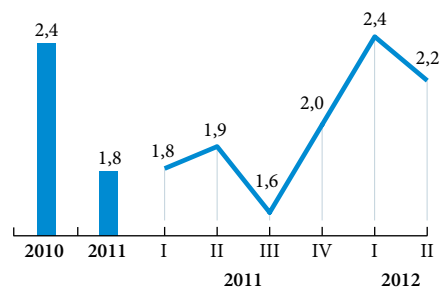
FUENTES: Federal Reserve y elaboración propia.



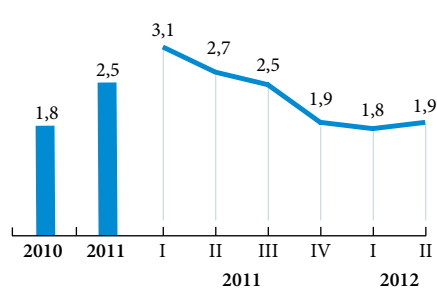
## EVOLUCIÓN DEL PIB DE ESTADOS UNIDOS POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual en términos reales

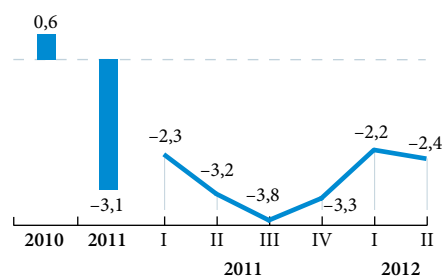
### PIB



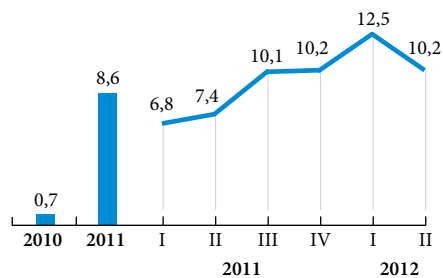
### Consumo privado



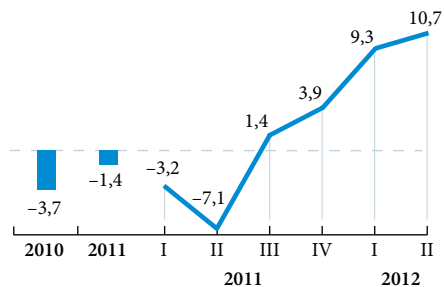
### Consumo público



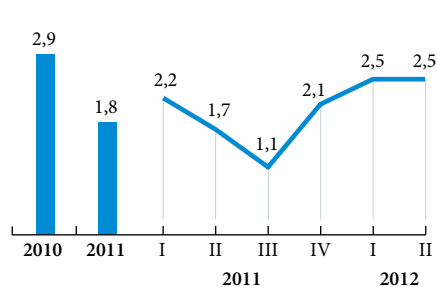
### Inversión no residencial



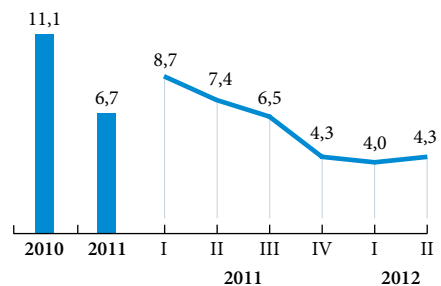
### Inversión residencial



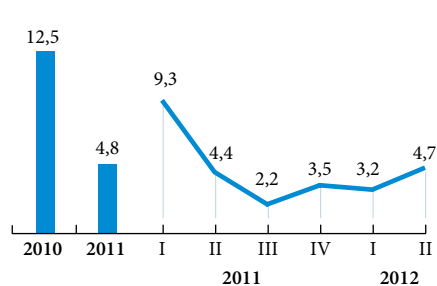
### Demanda interna



### Exportaciones de bienes y servicios



### Importaciones de bienes y servicios



FUENTES: Bureau of Economic Analysis y elaboración propia.

## La recuperación de los ingresos de los hogares dinamiza el consumo.

de crecimiento en el PIB del año próximo. Asimismo, la recuperación del mercado de trabajo avanza con excesiva lentitud, la de la vivienda se encuentra en un estadio preliminar y el sector manufacturero titubea. Con todo, el producto interior bruto (PIB) del segundo trimestre creció un 0,4% intertrimestral –un 2,2% interanual–, gracias a un consumo que, pese a ralentizarse, mostró un claro fondo de resistencia y a una inversión en equipo que aceleró más de lo que se esperaba.

De cara al tercer trimestre, el principal factor de reactivación es la recuperación que han tenido los ingresos en mayo y junio. En este periodo, la renta disponible de los hogares creció en términos reales a un ritmo anual del 4,0%, por encima del gasto de consumo y doblando la cadencia de avance que se había dado entre febrero y abril. Esta recuperación de los ingresos ya está teniendo sus efectos en el consumo. Así, el comercio minorista se recuperó en julio después de tres meses de retrocesos, con unas ventas al por menor que, sin los fluctuantes

coches ni gasolina, crecieron un 3,6% interanual. Asimismo, la confianza de los consumidores invirtió en julio su tendencia bajista, con un índice del Conference Board que ganó tres puntos para instalarse en el nivel de los 65,9 puntos y con visos de seguir al alza en los próximos meses.

Los aires de mejora también llegaron al mercado laboral. Los salarios muestran una mejora apreciable desde el mínimo de marzo, lo que en buena parte explica la recuperación de los ingresos de los hogares, ya que un 65% de estos proviene de las nóminas. Sin embargo, una lectura detallada de los datos del empleo muestra que el pronóstico para la economía de Estados Unidos sigue siendo reservado y que las mejoras tienen más de compensación por fluctuaciones estacionales que de inicio de una tendencia hacia crecimientos más robustos. En julio se crearon 163.000 empleos netos. Se abandona así la debilidad de los tres meses previos pero se sigue constatando que el ritmo de la recuperación es insuficiente. Desde marzo de 2010

## La creación de empleo y los salarios mejoran pero el ritmo es lento. La tasa de paro está en el 8,3%.

### ESTADOS UNIDOS: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2010	2011	2011		2012			
			III	IV	I	II	Julio	Agosto
PIB real	2,4	1,8	1,6	2,0	2,4	2,2	-	...
Ventas al por menor	5,5	8,0	8,6	7,4	6,6	4,7	4,1	...
Confianza del consumidor (1)	54,5	58,1	50,3	53,6	67,5	65,3	65,9	...
Producción industrial	5,4	4,1	3,3	4,1	4,4	4,7	4,4	...
Índice actividad manufacturera (ISM) (1)	57,3	55,2	52,1	52,4	53,3	52,7	49,8	...
Viviendas iniciadas	5,7	4,5	5,9	25,1	22,5	28,5	21,5	...
Tasa de paro (2)	9,6	9,0	9,1	8,7	8,3	8,2	8,3	...
Precios de consumo	1,6	3,2	3,8	3,3	2,8	1,9	1,4	...
Balanza comercial (3)	-494,7	-559,9	-533,6	-559,9	-573,7	-573,7	...	...
Tipo de interés interbancario 3 meses (1)	0,3	0,3	0,3	0,5	0,5	0,5	0,4	...
Tipo de cambio efectivo nominal (4)	75,4	70,9	69,8	72,4	72,9	73,9	75,2	74,5

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.

se llevan creados cuatro millones de empleos de los 8,8 millones que se perdieron en la crisis, lo que implica que, de seguir las cosas así, se tardaría más de dos años en alcanzar el nivel de empleo de enero de 2008, momento en el que se iniciaron los declives en el mercado laboral. La tasa de desempleo tuvo una subida mínima, hasta el 8,3%, y no será fácil que abandone estos niveles a causa de la elevada proporción de parados de larga duración, cuya recolocación es más difícil, y de un importante contingente de subempleados, con cerca de nueve millones de trabajadores que están involuntariamente a tiempo parcial y que deberán absorber una parte importante de las ofertas de trabajo que se vayan creando. Todo ello hace difícil que se mantenga el crecimiento de las ganancias salariales ya que, en una expansión típica, las subidas salariales vienen precedidas por un incremento del empleo y de las horas trabajadas que vacíe el fondo de mano de obra no utilizada.

Esta cautela puede observarse en la percepción de los empresarios. Los índices de actividad del Institute for Supply Manage-

ment (ISM) son más propios de crecimientos modestos que de una expansión vigorosa. El índice ISM de manufacturas de julio quedó prácticamente invariado en el nivel de los 49,8 puntos, mientras que el ISM de servicios tuvo una tímida subida hasta el nivel de los 52,6 puntos. Asimismo, el componente de empleo de ambos volvió a dar nuevas muestras de debilidad, evidenciando que los empresarios siguen teniendo reticencias a la hora de contratar.

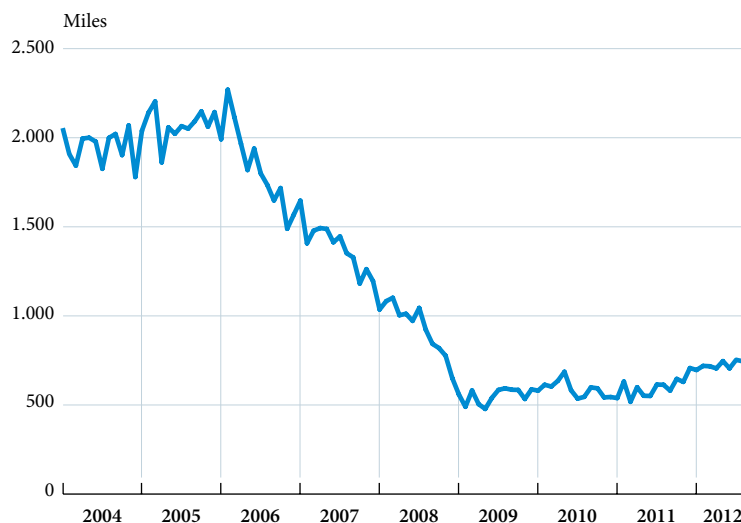
Pese a estas dudas empresariales y a la lenta evolución del empleo, la evolución reciente de construcción, precios y sector exterior permite esperar un tono de la economía más fuerte para esta segunda mitad de año. Los últimos indicadores del sector inmobiliario permiten hablar de una recuperación genuina, aunque a esta le quede mucho trecho. El índice Case-Shiller de viviendas de segunda mano de mayo superó expectativas y acumuló su tercer avance consecutivo, alejándose del goteo a la baja que había predominado en 2011. El volumen de transacciones seguirá fluctuando mediatizado por la persistente sobreoferta, aunque la morosidad que la

**Los empresarios siguen siendo cautos, especialmente en sus planes de empleo.**

**La construcción y el precio de la vivienda mejoran más de lo esperado.**

## ESTADOS UNIDOS: LA CONSTRUCCIÓN, UNA RECUPERACIÓN EN SUS INICIOS

Viviendas iniciadas en términos anuales



FUENTES: Department of Commerce y elaboración propia.

**El IPC está en el 1,4% y el subyacente se modera hasta el 2,1%.**

**El saldo comercial mejora de forma sensible gracias al renovado vigor de las exportaciones.**

**Japón crece un 3,6%; la segunda mitad de 2012 vendrá marcada por la desaceleración.**

ha alimentado descendió en el segundo trimestre. Asimismo, por el lado de la oferta, las viviendas iniciadas subieron un 21,5% respecto al mismo periodo del año anterior. El nivel de 746.000 viviendas, en términos anuales, apenas llega a la mitad de lo que se construía con anterioridad a la burbuja, evidenciando que queda un buen trecho por recorrer, pero la tendencia alcista de los últimos meses parece asentada, los permisos de construcción, un indicador adelantado de la construcción, tuvieron una substancial subida del 29,5% interanual y el sentimiento de los promotores sigue mejorando. Una asignatura pendiente del sector sigue siendo, empero, dar una salida a los millones de hogares cuyo saldo hipotecario pendiente supera el valor del inmueble hipotecado.

También los precios ayudan, con una moderación que deja margen para una nueva expansión cuantitativa de la Fed que, visto el mejor tono del tercer trimestre, podría retrasarse hasta fin de año. Este entorno benigno de los precios se verá perturbado por el reciente encarecimiento de petróleo y alimentos, pero debería prevalecer la tendencia de moderación, que vendrá marcada por el resto de componentes. El índice de precios al consumo (IPC) subió un 1,4% interanual en julio -1,7% en junio-, influenciado por efectos de base. A partir de septiembre, empero, la tendencia debe cambiar a causa del mencionado encarecimiento del petróleo y por los efectos que la sequía en el medio oeste tendrá sobre el precio de los alimentos. Sin embargo, el IPC subyacente, que excluye los precios energéticos y los de alimentación, mostró en julio una imagen más favorable, con un incremento del 2,1% interanual, perfilando una tendencia a la baja que debería continuar en los próximos meses, vista la baja utilización de la capacidad productiva.

Por lo que respecta al sector exterior, el dato de junio fue bueno y permite augurar una

contribución positiva al crecimiento del tercer trimestre, invirtiendo el lastre que el sector supuso en el segundo. El déficit comercial de bienes y servicios de junio se redujo hasta los 42.924 millones de dólares, un 10,7% menos que en el mes anterior. Si bien las importaciones recularon, la mejora se explica también por unas exportaciones que se aceleraron hasta el 7,1% interanual y a las que la debilidad de la eurozona está afectando menos de lo esperado.

### **Japón: un déficit comercial inoportuno**

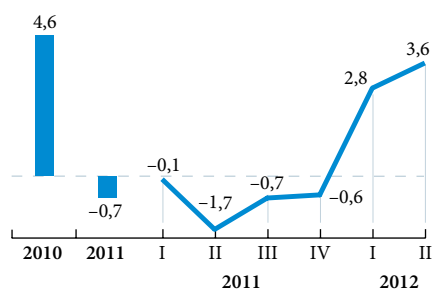
El PIB del segundo trimestre se ralentizó sensiblemente con un avance del 0,3% intertrimestral, aunque los efectos de base a raíz del *tsunami* de marzo de 2011 llevaron el crecimiento intertrimestral hasta el 3,6%. Por componentes, esta desaceleración supone un cierto retorno a la normalidad. El consumo privado que, de forma atípica para Japón, había sido motor del crecimiento del primer trimestre quedó prácticamente estancado, mientras que la inversión en equipo cambió retrocesos pasados por un avance del 1,5% intertrimestral. El sector público y el exterior también se ralentizaron notablemente, contribuyendo así a la desaceleración.

Las carencias energéticas derivadas del parón nuclear, agravadas por la reciente apreciación del petróleo, imponen cuellos de botella en los procesos productivos. Esto tiene una doble consecuencia. En primer lugar, compromete el crecimiento, al afectar a la producción industrial y a las exportaciones, que han sido el principal motor del crecimiento de los últimos años. El índice de producción industrial, pese al leve repunte de junio, ha estancado su recuperación y está un 6,0% por debajo del nivel de febrero de 2011, previo a la catástrofe. Lo mismo ocurre con las exportaciones, que se han quedado un 18,9% por debajo del mon-

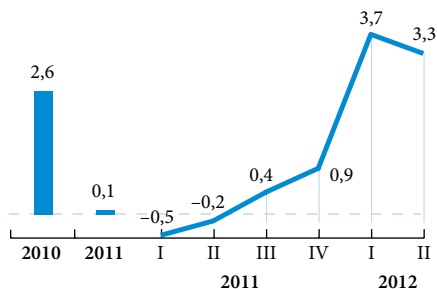
## EVOLUCIÓN DEL PIB DE JAPÓN POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual en términos reales

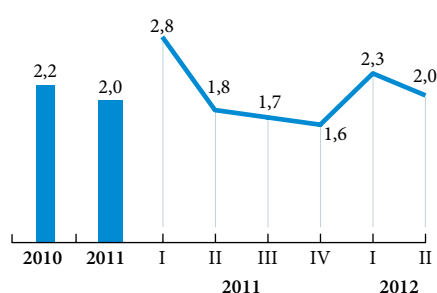
### PIB



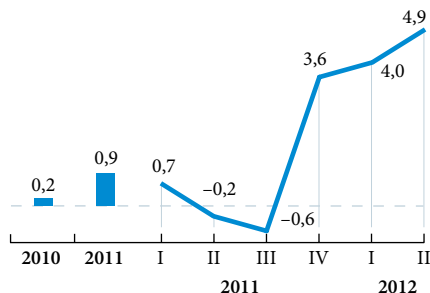
### Consumo privado



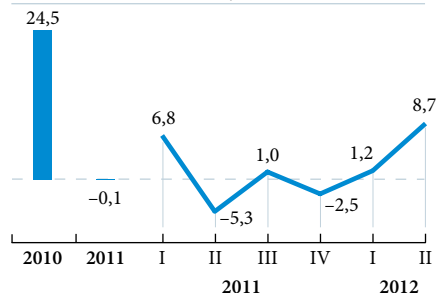
### Consumo público



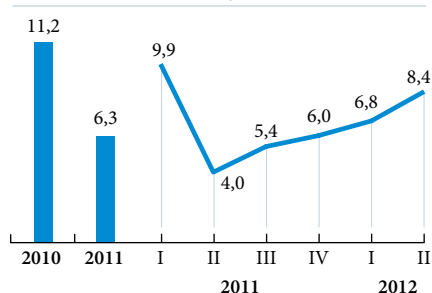
### Formación bruta de capital fijo



### Exportaciones de bienes y servicios



### Importaciones de bienes y servicios



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

to de 2008, año anterior a la crisis de 2009 que redujo los flujos comerciales en todo el mundo. En segundo lugar, el estancamiento exportador ha provocado un déficit comercial inédito en la historia reciente de Japón, que alcanzó los 4,8 billones de yenes en el acumulado de los 12 meses hasta junio (un 1,0% del PIB). La persistencia de este déficit compromete el saldo positivo de la balanza por cuenta corriente, cuyo superávit acumulado de 12 meses pasó de 20,7 billones de yenes en 2007 a 4,4 billones en

junio de 2012. Esto supone un riesgo sobre la enorme deuda gubernamental, que es del 230% del PIB, introduciendo la posibilidad de una necesidad de financiación externa. De aquí las últimas medidas de ahorro fiscal que el ejecutivo aprobó a finales de junio, con un impuesto sobre las ventas que, del actual 5,0%, pasará a 8,0% en abril de 2014 y al 10% en 2015.

Este aumento impositivo coincidió con unos indicadores de demanda que vinie-

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



## JAPÓN: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2010	2011	2011		2012		Julio
			III	IV	I	II	
PIB real	4,6	-0,7	-0,7	-0,6	2,8	3,6	-
Ventas al por menor	2,5	-1,2	-1,0	0,8	5,2	3,1	...
Producción industrial	16,6	-2,3	-0,6	0,0	2,7	5,1	...
Índice de actividad empresarial (Tankan) (1)	0,0	-1,3	2,0	-4,0	-4,0	-1,0	-
Viviendas iniciadas	2,7	2,6	8,0	-4,8	3,6	6,7	...
Tasa de paro (2)	5,1	4,6	4,4	4,5	4,5	4,4	...
Precios de consumo	-0,7	-0,3	0,1	-0,3	0,3	0,2	...
Balanza comercial (3)	7,9	-1,6	1,3	-1,6	-3,7	-3,7	...
Tipo interbancario 3 meses (4)	0,39	0,34	0,34	0,3	0,3	0,3	0,3
Tipo de cambio efectivo nominal (5)	106,0	113,5	115,5	118,6	116,5	116,2	119,6

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.

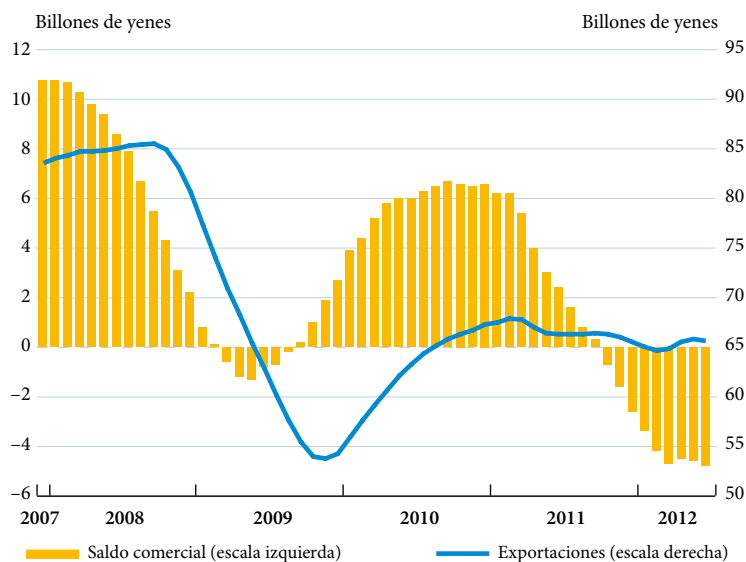
**El IPC retrocede un 0,1% y el subyacente, un 0,6%.**

ron a confirmar el repliegue del consumo y la vuelta a la atonía de la demanda interna. Si las ventas minoristas se ralentizaron en junio, la evolución de los precios confir-

ma la continuidad de la dinámica deflacionista. El IPC de junio retrocedió un 0,1% interanual y el índice subyacente, el general sin alimentos ni energía, cedió un 0,6%.

## JAPÓN: UN DÉFICIT COMERCIAL INÉDITO

Saldo comercial y exportaciones (\*)



NOTA: (\*) Suma de los últimos 12 meses.

FUENTES: Ministerio de Economía, Comercio e Industria de Japón y elaboración propia.

## China: esperando una mejora en la segunda mitad del año

A pesar de la debilidad de buena parte de los indicadores de actividad del mes de julio, empiezan a darse signos de cierta estabilidad de la demanda interna. En este contexto, el Fondo Monetario Internacional ha rebajado ligeramente las previsiones de crecimiento del gigante asiático hasta el 8% en 2012 y el 8,5% en 2013, algo por encima de nuestro escenario central, que prevé avances del 7,7% y del 8,3% en 2012 y 2013, respectivamente. Con todo, esperamos que la continuidad en las medidas monetarias expansivas y las nuevas iniciativas fiscales den soporte al crecimiento durante la segunda mitad del año.

La desaceleración del IPC, del 3,0% interanual de mayo al 1,8% de julio, ayudado en gran parte por el componente alimentación, que supone algo más de un tercio del índice general de precios y que moderó su avance del 6,4% de mayo al 2,4% de julio, permitirá una mayor relajación de las políticas monetarias. En esta línea se enmarca la inesperada bajada del tipo de interés oficial de préstamos a un año, el segundo recorte en menos de dos meses, que lo redujo en 31 puntos básicos hasta el 6,0%. A lo largo de la segunda mitad del

año esperamos una nueva bajada del tipo de interés y hasta tres bajadas de unos 50 puntos básicos del coeficiente de caja.

Asimismo, sigue el apoyo al crecimiento mediante políticas que aumentan el peso del consumo doméstico y del sector servicios, inversiones públicas en infraestructuras y fomento en la construcción de viviendas asequibles, entre otras medidas.

Respecto a los últimos indicadores de actividad, si bien la debilidad fue la tónica, la estabilidad empezó a esbozarse en algunos de los indicadores adelantados. En particular, la producción industrial creció un 9,2% interanual en julio, tan solo tres décimas por debajo del promedio del segundo trimestre. También la producción de cemento y acero permaneció estable, mientras que el consumo eléctrico se recuperó levemente de la fuerte caída de junio. Por el lado de la demanda, las ventas al por menor en términos nominales progresaron un 13,1% interanual en julio, por debajo del 13,9% del segundo trimestre. En este punto, cabe destacar que el indicador de ventas al por menor mide de forma imperfecta el consumo de las familias, ya que no incluye el consumo de servicios (excepto *catering*), y sí ventas a empresas y Gobierno. La venta de muebles

**Continuidad de políticas expansivas para apoyar el crecimiento.**

**La baja inflación de China, del 1,8% en julio, facilita el imprevisto recorte del tipo de interés oficial hasta el 6%.**

**Debilidad y estabilidad, el binomio de los indicadores de actividad de julio.**

### CHINA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2010	2011	2011		2012		
			III	IV	I	II	Julio
PIB real	10,4	9,2	9,1	8,9	8,1	7,6	-
Producción industrial	15,7	13,7	13,8	12,8	11,6	9,5	9,2
Producción eléctrica	14,0	10,9	10,8	8,9	6,5	1,3	2,3
Precios de consumo	3,3	5,4	6,3	4,6	3,8	2,9	1,8
Balanza comercial (*)	184	156	170	156	159	182	175
Tipo de interés de referencia (**)	5,81	6,56	6,56	6,56	6,56	6,31	6,00
Renminbi por dólar	6,8	6,5	6,4	6,4	6,3	6,3	6,4

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.

## Decepción exterior, con un avance de las exportaciones del 1%.

y elementos decorativos, significativamente ligados al consumo de los hogares, se mantuvo estable. Por su parte, la inversión en capital fijo acumulada de enero a julio creció un robusto 20,4%, frente al 21% en el acumulado hasta junio.

Por último, la demanda externa decepcionó ante la intensificación de la crisis de la deuda europea. Las exportaciones de julio avanzaron un escueto 1,0% interanual en términos corrientes, muy por debajo del 9,2% de la primera mitad de 2012, mientras que las importaciones crecieron un 5,7% interanual, frente al promedio del 6,6% de los seis primeros meses del año. Esto situó el superávit comercial en 25.147 millones de dólares. Ante la fragilidad de las exportaciones, el Gobierno se seguirá resistiendo a una apreciación del renminbi frente al dólar americano. Una resistencia que también se ve alimentada por el hecho de que en los últimos meses el dólar no ha hecho sino mejorar frente a muchas otras monedas.

En definitiva, aunque todavía estamos en un entorno de ralentización económica, esperamos que las medidas monetarias y fiscales de carácter expansivo llevadas a cabo por el ejecutivo empiecen a dar su fruto en la segunda mitad del año, miti-

gando los temores de un aterrizaje brusco de China.

## Brasil: no será por falta de estímulos

Tras la decepción del primer trimestre y sin muy buenos augurios de cara al segundo, las autoridades brasileñas siguen buscando el desfibrilador que reactive el crecimiento. La última tentativa consiste en un nuevo paquete de estímulos por valor de 53 mil millones de euros (133 mil millones de reales) hecho público en agosto, y se espera que lleguen más.

El nuevo programa pretende sacar al gigante amazónico de su letargo económico a partir de un plan de inversiones que contará con el respaldo financiero del Banco Nacional de Desarrollo (BNDES), pero que también involucrará al sector privado mediante concesiones. Dicho programa se desarrollará durante los próximos 25 años, aunque la mitad del presupuesto ya se desembolsará en los primeros cinco y las concesiones se otorgarán en septiembre de 2013. El plan contempla el trazado de más de siete mil kilómetros de carreteras y 10 mil de red ferroviaria, incluyendo el ya proyectado tren de alta velocidad que

## Brasil invertirá 53.500 millones de euros en infraestructuras.

### BRASIL: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2010	2011	2011		2012		Julio
			III	IV	I	II	
PIB real	7,6	2,7	2,2	1,4	0,8	...	...
Producción industrial	10,6	0,4	0,5	-1,7	-3,5	-4,5	...
Confianza del consumidor (*)	159,7	156,4	153,2	155,2	164,3	163,5	...
Tasa de paro (**)	6,7	6,0	6,0	5,2	5,8	5,9	...
Precios de consumo	5,0	6,6	7,1	6,7	5,8	5,0	5,2
Balanza comercial (***)	20,1	29,8	30,5	29,8	29,1	23,9	23,7
Tipo de interés SELIC (%)	10,00	11,79	12,00	11,00	9,75	8,50	8,00
Reales por dólar (*)	1,78	1,63	1,88	1,86	1,83	2,01	2,06

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.

debe enlazar Río de Janeiro y São Paulo. Asimismo, más allá del plan ya anunciado, la misma presidenta Rousseff avanzó actuaciones adicionales que atañerían a puertos y aeropuertos.

Si se implementa correctamente, el nuevo plan puede reportar enormes beneficios, aunque no necesariamente inmediatos. Es bien sabido que una de las mayores debilidades estructurales de la economía brasileña es la falta de buenas infraestructuras de transporte y, aunque las medidas anunciadas no dejan de ser un primer paso en la dirección correcta, pueden sentar las bases para mayores avances del todo imprescindibles para impulsar el potencial de crecimiento económico en el medio y largo plazo. Asimismo, algunas de las infraestructuras programadas son imprescindibles para que la cita olímpica de Río 2016 discurra sin mayores contratiempos.

Aun así, en el corto plazo, resultarán más efectivos los estímulos que se prevén desde el flanco monetario. Esperamos que, en su próxima reunión a finales de agosto, el Comité de Política Monetaria prosiga su senda de reducción de tipos con otra rebaja de la tasa SELIC de 50 puntos básicos, lo que dejaría el tipo de interés de referencia en el 7,5%, un nuevo mínimo histórico. La evolución de los precios no está entorpeciendo excesivamente la tónica expansiva de la política monetaria: aunque la inflación interanual repuntó ligeramente en julio, esperamos que mantenga cierta moderación hasta mediados de 2013, para cuando esperamos que el grueso de las medidas implementadas recientemente surtan pleno efecto, acrecentando las presiones inflacionistas.

Con todo, a pesar del arsenal de estímulos puestos en marcha en el último año y los que se esperan por venir en las próximas semanas, difícilmente se impedirá que la economía brasileña crezca por debajo del 2% en 2012 (nosotros esperamos un 1,6%).

Una cifra que, al igual que el medallero conseguido en Londres 2012, no deja de ser decepcionante para el próximo anfitrión olímpico y que, sin duda, debe mejorar si Rousseff quiere asegurar su reválida en las elecciones de 2014.

### **México: confianza plena**

Impulsada por industria y servicios, la economía mexicana creció un 4,1% interanual en el segundo trimestre de 2012, un 0,9% respecto al trimestre anterior. De este modo, acumula un crecimiento del 4,3% del PIB en la primera mitad del año, lo que supera nuestras expectativas y nos lleva a revisar al alza nuestra previsión de crecimiento para 2012, del 3,5% al 3,9%. Ese admirable registro de la segunda economía latinoamericana en un entorno externo claramente adverso reafirma la fortaleza de sus fundamentos y le permite encarar lo que resta de 2012 desde una posición relativamente cómoda, aun anticipándose una moderación gradual del ritmo de actividad.

En el ámbito de los precios, tampoco se aventuran excesivas complicaciones. A pesar del notorio vigor económico y de un reciente repunte de los precios agrícolas que, además, se estima puntual, la persistente debilidad externa acabará impactando sobre la economía doméstica, lo que ayudará a contener las presiones inflacionistas. Así pues, si el peso se mantiene relativamente estable y el ritmo de actividad no se deteriora más de lo previsto, no esperamos que Banxico interrumpa su pausa monetaria hasta bien entrado 2013.

En este contexto, la confianza de los consumidores mexicanos en su economía sigue en máximos no vistos desde antes de la crisis. Con todo, tal y como advirtió el gobernador de Banxico recientemente, los riesgos a la baja sobre el crecimiento derivados de la desaceleración global han

**La efectividad de las medidas depende de una correcta y ágil implementación.**

**Esperamos una rebaja de tipos a finales de agosto.**

**La economía mexicana resiste la desaceleración global y crece un 4,1% en el segundo trimestre.**

**Seguimos sin contemplar cambios en la política monetaria hasta bien entrado 2013.**

## MÉXICO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2010	2011	2011		2012		
			III	IV	I	II	Julio
PIB real	5,6	3,9	4,2	3,9	4,6	4,1	...
Producción industrial	6,2	4,0	3,5	3,7	3,1	3,6	...
Confianza del consumidor (*)	86,3	91,7	93,7	90,3	94,1	96,4	98,9
Índice avanzado de actividad (*)	117,1	117,1	122,8	123,8	124,3	126,1	...
Tasa de paro (**)	5,4	5,2	5,7	4,8	5,0	4,8	...
Precios de consumo	3,9	3,2	3,4	3,5	3,9	3,9	4,4
Balanza comercial (***)	-3,0	-1,5	-1,8	-1,5	-1,6	-1,3	...
Tipo de interés oficial de Banxico (%)	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50
Pesos mexicanos por dólar (*)	12,33	11,90	13,78	13,94	12,81	13,43	13,27

NOTAS: (\*) Valor.

(\*\*) Porcentaje sobre población activa.

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

FUENTES: Banco de México y elaboración propia.

### El petróleo toca los 115 dólares por barril en un cambio abrupto de tendencia.

aumentado, sobre todo a raíz de las dificultades de Estados Unidos por encarrilar una recuperación sostenida y briosa. Por ello, el mismo gobernador apremió a las autoridades mexicanas a impulsar el programa de reformas estructurales pendientes para impulsar el potencial de crecimiento de la economía mexicana. En ese sentido, sería bueno que se resolvieran cuanto antes los trámites para que el nuevo Gobierno pueda empezar a gobernar oficialmente y con toda normalidad.

### El petróleo vuelve a encarecerse

El petróleo retorna a la senda alcista. Entre el 20 de julio y el 21 de agosto, el crudo se encareció un 8,1%, alcanzando los 115,30 dólares por barril (calidad Brent, para entregas a un mes). El petróleo se sitúa así un 7,7% por encima del nivel de inicios de año y es un 7,2% más caro que hace un año, lo que debe empezar a invertir la tendencia bajista que había predominado en los últimos meses en el IPC de la mayoría de las economías.

Las últimas tensiones geopolíticas en Oriente Medio han propiciado un abrupto

cambio al alza en el precio del petróleo. Aun considerando que las últimas apreciaciones tienen un alto componente especulativo, las condiciones de oferta y demanda dan más soporte al petróleo que a los metales básicos, que acusan la desaceleración de las grandes economías asiáticas.

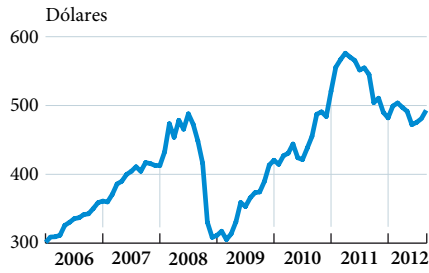
El resto de las materias primas siguió una evolución desigual. Si el índice CRB avanzó un tímido 1,7% entre el 20 de julio y el 21 de agosto, los metales básicos siguieron acusando la desaceleración de China. Así, el hierro perdió un 12,0%, el mínimo de los últimos tres años, y el acero cedió un 9,6%. Más moderadas fueron las pérdidas de níquel y aluminio, en torno al 1,0%, mientras que el cobre ganó un mínimo 0,8%. En una dinámica opuesta, los metales preciosos evolucionaron al alza ante las expectativas de una nueva expansión monetaria de la Fed. El oro subió un 3,7% y la plata un 6,8%. Entre los alimentos destacaron los fuertes descensos del precio del café y del azúcar. Por su parte, el cacao tocó máximos mientras que el trigo se tomó un leve respiro después de la fuerte apreciación de julio provocada por la sequía estadounidense.

### Las tensiones geopolíticas encarecen el petróleo mientras que los metales acusan la desaceleración china.

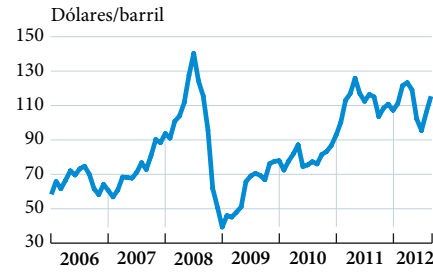


## EVOLUCIÓN DE MATERIAS PRIMAS SELECCIONADAS (\*)

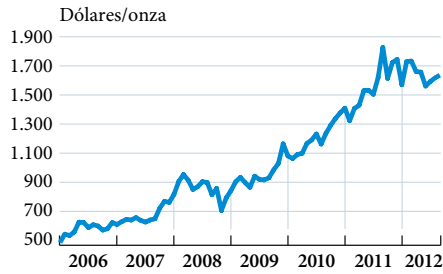
**Índice CRB**



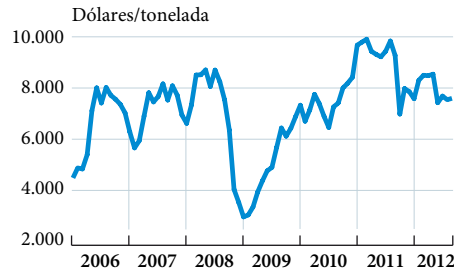
**Petróleo Brent**



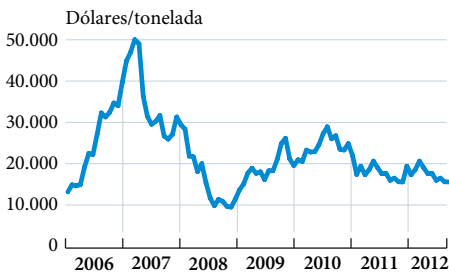
**Oro**



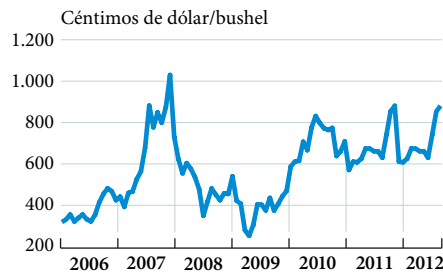
**Cobre**



**Níquel**



**Trigo**



NOTA: (\*) Datos correspondientes al último día del mes (último dato, 21 de agosto).  
 FUENTES: *The Economist*, Thomson Reuters Datastream y elaboración propia.

## UNIÓN EUROPEA

**La desaceleración de la actividad en la eurozona es un indicio de recesión.**

### Actividad: la eurozona se desliza hacia una nueva recesión

Los datos del segundo trimestre confirman lo esperado. El producto interior bruto (PIB) de la zona del euro se contrajo un 0,2% intertrimestral, tras un crecimiento nulo del trimestre anterior. Con este dato, el crecimiento interanual entra en territorio negativo y se sitúa en el -0,4%. Las causas de una actividad económica tan anémica se encuentran en la crisis de deuda soberana de los países periféricos y en la incertidumbre que rodea la resolución de esta crisis, que lastran la confianza.

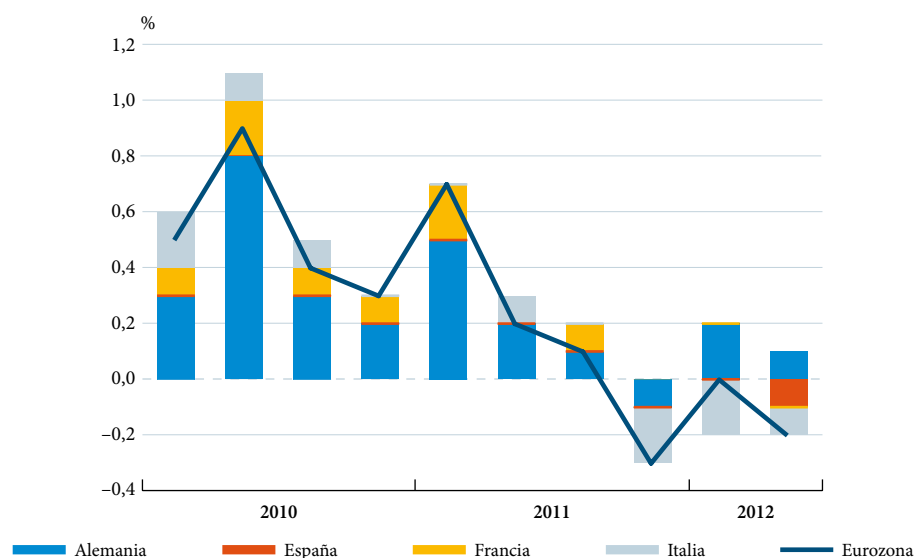
La caída del PIB es más acentuada en los países de la periferia que en los del centro (véase gráfico siguiente). Dado que estos están sometidos a planes de consolidación

fiscal, el gasto público se está reduciendo. Además, las entidades financieras, empresas y hogares están llevando a cabo un proceso de desapalancamiento de sus balances que está frenando el dinamismo subyacente de la actividad económica. Aunque todavía no se conoce el desglose por componentes, todo apunta a que la demanda interna en estos países se está contrayendo significativamente. Solamente el sector exterior aporta un impulso positivo al crecimiento.

Respecto a los países del centro, destaca Alemania con un crecimiento del 0,3% intertrimestral, lo que sitúa el crecimiento interanual del PIB germano en el 1,0%. Este comportamiento positivo refuerza el papel de esta economía como motor de Europa y que se resiste a ser arrastrada a la

### ALEMANIA RESISTE LA RECESIÓN EUROPEA

Crecimiento del PIB de la zona del euro y contribuciones de los principales países, tasas intertrimestrales



FUENTES: Eurostat y elaboración propia.

## ZONA DEL EURO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2010	2011	2011		2012		
			III	IV	I	II	Julio
PIB eurozona	1,9	1,5	1,3	0,7	0,0	-0,4	...
<i>PIB Alemania</i>	3,6	3,1	2,7	1,9	1,2	1,0	...
<i>PIB Francia</i>	1,6	1,7	1,5	1,2	0,3	0,3	...
<i>PIB Italia</i>	1,8	0,5	0,4	-0,5	-1,4	-2,5	...
<i>PIB España</i>	-0,3	0,4	0,6	0,0	-0,6	-1,3	...
Ventas al por menor	0,9	-0,6	-0,5	-1,3	-1,0	-1,7	...
Confianza del consumidor (*)	-14,2	-14,6	-15,9	-20,6	-20,0	-19,7	-21,5
Producción industrial	7,4	4,7	3,9	-0,2	-1,8	-2,4	...
Sentimiento económico (*)	100,5	101,0	98,4	93,6	94,1	91,1	87,9
Índice de actividad empresarial Ifo (*)	107,8	111,3	109,7	106,9	109,2	107,3	103,3

NOTA: (\*) Valor.

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

recesión. No ocurre lo mismo con Francia, que encadena tres trimestres consecutivos de crecimiento prácticamente nulo. El Reino Unido sorprendió con un retroceso del PIB más acusado de lo esperado, del -0,5% intertrimestral, siendo este el tercer trimestre con crecimiento negativo.

Los riesgos para las perspectivas económicas de la zona del euro continúan apuntando a la baja. Así, los indicadores avanzados señalan un nuevo debilitamiento del crecimiento económico en la zona del euro durante el tercer trimestre. El índice de gestores de compras (PMI) de julio se mantiene en niveles muy bajos, claramente por debajo de los 50 puntos, valor a partir del cual la actividad se contrae. Es importante resaltar el deterioro que se ha producido en los índices de Alemania y Francia, indicando una extensión de la debilidad de la actividad a los países núcleo durante el tercer trimestre. El índice de confianza empresarial alemán Ifo bajó hasta los 103,3 puntos en julio (105,2 puntos en junio), lo que sugiere que la desaceleración de la actividad en Alemania podría ser importante en los próximos meses.

Por el lado de la demanda, el indicador de confianza de los consumidores en julio se situó en el nivel más bajo de los últimos tres años. Las ventas minoristas en junio disminuyeron un 1,0% interanual. Las caídas de estos indicadores apuntan a que el consumo privado también se verá afectado en los próximos meses.

En la actualización del informe sobre las perspectivas de la economía mundial del mes de julio, el Fondo Monetario Internacional ha mantenido la previsión de crecimiento de la zona del euro en el -0,3% para 2012, pero lo ha revisado a la baja del 0,9% al 0,7% para 2013. La encuesta del Banco Central Europeo a expertos en previsión económica correspondiente al tercer trimestre del 2012 muestra que en promedio las expectativas de crecimiento del PIB se han revisado a la baja. Concretamente, en 0,1 puntos porcentuales hasta -0,3% para 2012 y más drásticamente para 2013 en 0,4 puntos porcentuales, hasta el 0,6%. Las principales razones citadas para tales revisiones son la intensificación de las medidas de saneamiento presupuestario en algunos países de la zona del euro y la mayor incertidumbre que rodea a la resolución de la crisis de deuda soberana.

**Alemania resiste la recesión europea.**

**Las previsiones de crecimiento de la zona del euro se revisan a la baja.**

Si se registra un crecimiento negativo en el tercer trimestre se confirmará que la zona del euro ha entrado en recesión. Esto ocurre en un entorno de ralentización económica mundial que está perjudicando las exportaciones europeas. Solamente con una integración europea más fuerte y la re-

solución de la crisis de deuda soberana volveremos a crecimientos positivos. Más allá del corto plazo, esperamos que la economía de la zona del euro experimente una recuperación gradual, aunque posiblemente la salida de esta crisis sea más lenta en relación con anteriores recuperaciones.

## La integración financiera europea: antes, durante y después de la crisis

En 1990 la Comisión Europea presentó bajo el sugerente título de «Un mercado, una moneda» un informe<sup>(1)</sup> que perfilaba el camino para la puesta en marcha del euro. Junto con otros frentes de actuación comunitaria, el propósito no era sino fomentar la integración europea, empezando por el plano monetario, pasando por los mercados financieros, y llegando finalmente a las dimensiones económico-sociales. El euro arrancó formalmente en 1999. La impresión generalizada durante su primera década de existencia fue de satisfacción, observándose avances notables en la integración de los mercados financieros. Sin embargo, la galopante crisis de los últimos años ha dado un vuelco al panorama, y el fantasma de una fragmentación financiera irreversible es motivo de honda preocupación, dado que podría amenazar al conjunto del proyecto de Unión Europea.<sup>(2)</sup>

El concepto de integración financiera es un tanto complejo y su medición, difícil.<sup>(3)</sup> El BCE la define como una situación en la que no existen fricciones que discriminen, particularmente sobre la base de la localización, entre agentes económicos en su acceso al capital y sus posibilidades de inversión. Aproximaciones más operativas identifican la integración financiera con el cumplimiento de la ley del precio único (por ejemplo, empresas con las mismas características relevantes se deberían enfrentar al mismo tipo de interés en sus emisiones de bonos o sus créditos bancarios, con independencia del país de origen), así como con la presencia elevada o creciente de flujos y tenencias transfronterizas de activos financieros (por ejemplo, fondos de pensiones que invierten en acciones de otros países, o bancos con operaciones de activo y/o pasivo en el extranjero).

Bajo esta concepción, los efectos de la integración financiera adquieren un cariz peculiar en el caso de la eurozona, habida cuenta de dos de sus rasgos distintivos: se trata de un área monetaria no óptima y su sistema financiero está basado en los bancos. En primer lugar, una integración financiera bien estructurada y que consigue aumentar el desarrollo financiero contribuye a mejorar la eficiencia del sistema económico y con ello el bienestar de los ciudadanos. De hecho, esto es válido para la generalidad de procesos internacionales de esta índole, tal como numerosos estudios teóricos y empíricos<sup>(4)</sup> han puesto de manifiesto durante años. En el caso europeo, se considera<sup>(5)</sup> que la integración financiera proporciona flexibilidad y simultáneamente la disciplina propia del mercado a las econo-

(1) «One Market, One Money. An Evaluation of the Potential Benefits and Costs of Forming An Economic and Monetary Union», European Economy, No. 44, 1990.

(2) En Gual, J., «European Integration at the Crossroads», "la Caixa" Economic Papers, No. 8, 2012 se ofrece una discusión amplia que aborda la integración financiero-bancaria junto con la integración fiscal, las políticas económicas y la unión política.

(3) Cada año el BCE publica el informe «Financial Integration in Europe», que repasa exhaustivamente la evolución de la integración en una amplia gama de mercados. En paralelo, la Comisión Europea elabora también anualmente el «European Financial Stability and Integration Report».

(4) Véase un repaso breve y actualizado en Beck, T., «Finance and Growth: Lessons From the Literature and the Recent Crisis», LSE Growth Commission, 2012.

(5) Véase, por ejemplo, Lane, P.R., «The Macroeconomics of Financial Integration: A European Perspective», IIS Discussion Paper No. 265, 2008.

mías nacionales, así como convergencia y sincronización entre ellas. Pero para ello es necesario que el proceso de integración financiera sea armónico internamente y en su interacción con el resto de la política económica e institucional, tanto a nivel comunitario como de los Estados miembros. En segundo lugar están los efectos sobre la estabilidad, con sus pros y sus contras. Por un lado, la integración aporta elementos estabilizadores tales como la ampliación de las posibilidades de diversificación de carteras así como de las fuentes de financiación. Por otro, es un foco potencial de tensiones a través de fenómenos como la mayor complejidad de las relaciones financieras, los episodios de reversión súbita de los flujos de capital y el contagio transfronterizo. Adicionalmente, una correcta integración financiera es necesaria para el buen funcionamiento del proceso de transmisión de la política monetaria, herramienta básica de estabilización.

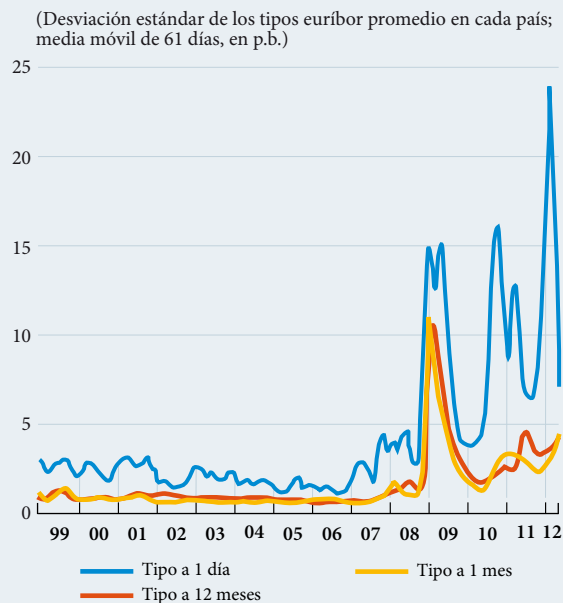
Como en otros muchos ámbitos de las políticas públicas en Europa y en el resto del mundo, durante las dos décadas previas al estallido de la crisis el enfoque adoptado primó la eficiencia sobre la estabilidad, confiando en un funcionamiento correcto de los mecanismos de mercado. Esto ayuda a explicar la estrategia que adoptaron las autoridades en el impulso de la integración financiera. Los dos principales elementos del marco institucional fueron el Programa de Mercado Único (libertades de circulación y de establecimiento) y la creación del euro (eliminación del riesgo cambiario y simplificación de la operativa). Algunos han calificado este enfoque como «estrategia de arrastre», en el sentido de que esos dos pilares ponían las bases y proporcionaban los incentivos para que las actuaciones posteriores, tanto de los agentes privados como de los propios reguladores, fueran tejiendo progresivamente un sistema financiero integrado. Alternativamente, la que podría denominarse como «estrategia de empuje» hubiera consistido en introducir a nivel comunitario, ya desde un buen inicio, todas las piezas institucionales y legales del entramado que sustenta los mercados, «forzando» con ello las acciones de integración por parte de los agentes. Ciertamente, hubo algunas aportaciones destacadas en este sentido, como el Plan de Acción de Servicios Financieros (coordinación de normas e instituciones financieras diversas) y la armonización de la regulación bancaria microprudencial (las directivas que implantaron los acuerdos de Basilea sobre requisitos de capital de los bancos), pero otros de gran trascendencia, como luego se comprobaría, estuvieron ausentes. En cualquier caso, durante años los resultados fueron satisfactorios, constatándose un considerable avance de la integración financiera en la generalidad de mercados. Destacó la rápida integración de los mercados de acciones y bonos, pero también fue notable en áreas bancarias, particularmente en los mercados de financiación mayorista (interbancario, titulaciones, etc.), y en menor medida los mercados minoristas de préstamos y depósitos.

En un clima de complacencia respecto a esta estrategia, irrumpió la grave y persistente crisis que se inició en 2008 en Estados Unidos y se recrudeció desde 2009 con los problemas de Grecia y luego los de otros países de la periferia. La dinámica constructiva de integración financiera se truncó en seco, y posteriormente ha revertido. De entrada, afloraron las insuficiencias y disfunciones del entramado institucional existente. Además, las respuestas que las autoridades fueron dando sobre la marcha con frecuencia no hicieron sino acentuar la fragmentación. El epicentro de los problemas se ha localizado en el núcleo del sistema financiero europeo: los bancos. El hecho de que la red de seguridad sobre la que opera la banca sea de alcance nacional en lugar de comunitaria ha sido determinante en el repliegue de las entidades al interior de sus fronteras. Así, los dispositivos de seguro de depósitos son distintos y separados para cada país. Igualmente, los rescates de entidades se han operado a nivel nacional, salvo en casos excepcionales (como los de Dexia y Fortis) que han necesitado acuerdos bilaterales entre los gobiernos afectados, pero lejos de implicar una solución colectiva. Igualmente, la función de prestamista de última instancia por parte del BCE ha topado con el fatal problema de la ausencia de una autoridad fiscal central con suficiente capacidad como para respaldar sus riesgos. En consecuencia, parte de la liquidez se ha proporcionado bajo el régimen ELA (Emergency Liquidity Assistance), en virtud del cual es el banco central del país afectado quien asume el riesgo. Este tipo de desarrollos han dado pie a un proceso severo de desintegración o segmentación de mercados, especialmente agudo en los de financiación mayorista de los bancos (mercados monetario y de bonos), y por extensión en el de deuda soberana, poniendo en marcha un perverso bucle de retroalimentación.

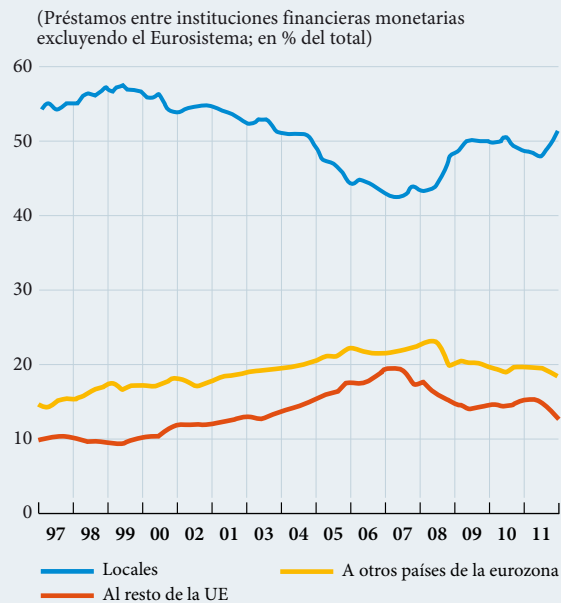


## INDICADORES DE PRECIOS Y DE CANTIDADES MUESTRAN UNA CLARA SEGMENTACIÓN DEL MERCADO INTERBANCARIO

### Dispersión de los tipos de interés interbancarios entre los países de la eurozona



### Reparto de los préstamos interbancarios según país de residencia de la contraparte



FUENTE: Banco Central Europeo.

Muchos observadores opinan que esta involución evidencia el fracaso de la estrategia de integración adoptada durante 20 años, calificándola de ingenua o simplemente errónea en su diseño técnico.<sup>(6)</sup> Una visión más benevolente considera que se trató de una opción pragmática y sutil, dadas las reticencias políticas a aceptar las implicaciones fiscales de implantar a nivel comunitario la red de seguridad bancaria. En este sentido se puede decir que la estrategia ha funcionado, conduciéndonos a una situación de emergencia que sería la única manera de hacer saltar los resortes de decisiones políticas comprometidas. Posiblemente las dos lecturas son parcialmente válidas. Sea como fuere, ahora es prementoria la necesidad de actuar. De hecho, las autoridades ya han reaccionado con la formulación de nuevas propuestas: la denominada «unión bancaria», cuyos elementos principales<sup>(7)</sup> son analizados en el resto de recuadros de este volumen. Se confía en que estas reformas sirvan de revulsivo para reanudar el camino de la integración, corrigiendo los errores o disfunciones del pasado y reforzando las enseñanzas positivas. Determinación política y acierto técnico serán cruciales para superar la trampa de «una moneda, varios mercados» en la que nos hemos deslizado.

(6) De hecho, no faltaron las advertencias previas sobre las debilidades del modelo adoptado, por ejemplo en Dermine, J., «European Banking Integration: Don't Put the Cart Before the Horse», *Journal of Financial Markets, Institutions and Instruments*, Vol. 15 (2), 2006.

(7) Dichos elementos son, de un lado, los que configuran la red de seguridad (en particular, el seguro de depósitos y los mecanismos de recuperación y resolución de crisis bancarias) y, de otro, los que permiten controlar el comportamiento de los bancos (la regulación y la supervisión).

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

## Mercado de trabajo: continúa el deterioro

El deterioro de la actividad económica y la elevada incertidumbre mantienen la atonía del mercado de trabajo, que continúa deteriorándose paulatinamente.

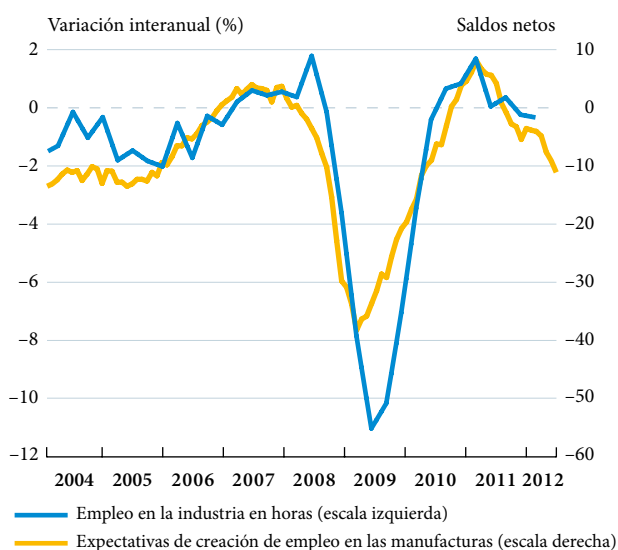
Así pues, el empleo en la zona del euro se redujo en el primer trimestre de 2012 un 0,2% en tasa intertrimestral, un descenso muy similar al registrado durante los dos últimos trimestres de 2011. Los países más grandes de la zona del euro con datos disponibles para el segundo trimestre –Alemania, Italia y España– experimentaron tasas de variación interanual del 1,2%, 0,0% y –4,8% respectivamente. En efecto, aunque Alemania continuó creando puestos de trabajo, en España se acentuó la pérdida del empleo e Italia experimentó un ligero retroceso de su tasa. Ello indica que la situación del mercado laboral en el conjunto de la zona del euro probablemente haya empeorado un poco más durante el segundo trimestre.

Paralelamente, las horas trabajadas en el conjunto de la economía aumentaron un 0,1% intertrimestral en el primer trimestre, recuperándose ligeramente con respecto a la caída del 0,5% del periodo anterior. Con todo, en términos interanuales el ritmo de deterioro del empleo en total de horas trabajadas superó al registrado en número de personas. Ello responde a que inicialmente las empresas utilizan la variación de horas como medida de ajuste a las circunstancias de la economía manteniendo en reserva a sus trabajadores. Cuando se agota esta fórmula, las empresas reducen también su *stock* de trabajadores. Así, en 2009, en el ápice del periodo recesivo, la tasa de destrucción de empleo en personas fue de 1,8% con respecto al año anterior, mientras que el retroceso del total de horas trabajadas se situó en el 3,4%. Durante esta segunda fase de debilidad de la actividad económica, la pérdida del empleo está siguiendo la misma pauta, siendo en primer lugar la contracción más intensa en términos de horas y, si la debilidad económica se mantiene, posteriormente en personas.

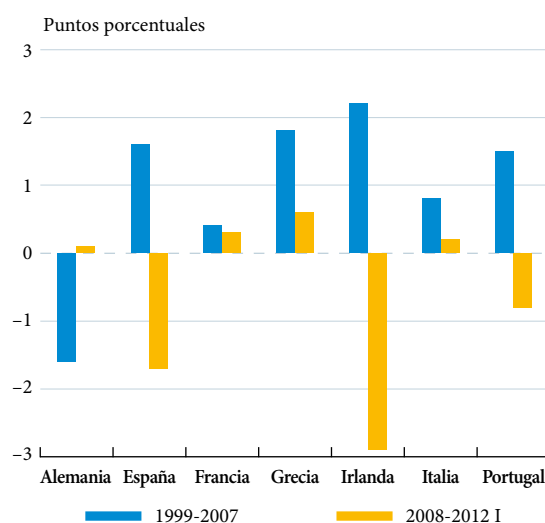
**El empleo cae un 0,2% durante el primer trimestre de 2012.**

### EL EMPLEO DE LA ZONA DEL EURO, CAMINO HACIA UNA RECAÍDA EN TANTO QUE SE REEQUILIBRA LA COMPETITIVIDAD ENTRE PAÍSES

Indicadores de empleo



Crecimiento medio anual de los costes laborales unitarios en comparación con la zona del euro



NOTAS: Los datos de costes laborales unitarios son desde el año 2000 para Irlanda, hasta 2011 IV para Portugal y desde 2001 hasta 2011 I para Grecia.  
FUENTES: Eurostat, encuestas de opinión de la Comisión Europea, OCDE y elaboración propia.

## ZONA DEL EURO: PRINCIPALES INDICADORES DEL MERCADO DE TRABAJO

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

	2010	2011	2011		2012		Julio
			III	IV	I	II	
<b>Empleo</b>							
Personas	-0,6	0,1	0,2	-0,2	-0,4	...	...
Horas	0,1	0,1	0,2	-0,2	-0,7	...	...
<b>Expectativas de creación de empleo (*)</b>							
Manufacturas	-7,7	2,6	1,6	-3,7	-3,7	-7,1	-11,0
Servicios	1,5	6,3	6,2	3,2	3,0	-2,9	-3,3
<b>Costes laborales por países</b>							
Zona del euro	-0,8	0,8	1,2	1,4	...	...	...
Alemania	-1,0	1,3	1,6	2,1	1,5	...	...
Francia	0,7	1,6	1,9	2,1	2,6	...	...
Italia	-0,5	0,9	1,3	1,2	2,2	...	...
España	-2,6	-1,9	-1,6	-2,4	1,0	...	...
<b>Tasa de paro por países (**)</b>							
Zona del euro	10,1	10,2	10,2	10,6	10,9	11,2	...
Alemania	7,1	6,0	5,9	5,6	5,6	5,5	...
Francia	9,7	9,6	9,6	9,8	10,0	10,0	...
Italia	8,4	8,4	8,6	9,2	10,0	10,7	...
España	20,1	21,7	22,1	23,0	23,8	24,6	...

NOTAS: (\*) Saldos netos (diferencia entre respuestas positivas y negativas, en porcentajes). Encuestas de la Comisión Europea sobre las expectativas de creación de empleo durante los próximos tres meses. Los valores oscilan entre -100 (todos los entrevistados eligen la opción negativa) y +100 (todos eligen la positiva).

(\*\*) Porcentaje sobre población activa.

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

### Los indicadores de opinión anticipan que la destrucción del empleo continuará durante los próximos meses.

Por otro lado, la tasa de desempleo de junio permaneció estable en el 11,2%, tras un registro de mayo que fue revisado una décima al alza. Ello supone un incremento de 1,2 puntos porcentuales en comparación con la cifra de hace un año y se mantiene así en el máximo histórico desde 1995. La divergencia por países es muy amplia, desde el mínimo de Austria, con una tasa de paro del 4,5%, hasta el 24,8% de España.

Las perspectivas para los próximos meses no son halagüeñas. Los indicadores de opinión de la Comisión Europea sobre las expectativas de creación de empleo en los próximos tres meses apuntan a nuevas pérdidas de empleo, a un ritmo acelerado, tanto en la industria como en los servicios.

Igualmente, los resultados de la última encuesta del Banco Central Europeo a expertos en previsión económica durante el mes de julio muestran una revisión al alza de la tasa de paro esperada, de 0,2 y 0,5 puntos porcentuales para 2012 y 2013, situándola en el 11,2% y en el 11,4%, respectivamente.

Algo más optimistas son los datos de los costes laborales, ya que los indicadores muestran algunos signos de corrección de desequilibrios que están llevando a cabo los países de la zona del euro acogidos a programas de asistencia financiera. Si comparamos la evolución de los diferenciales de crecimiento medio anual de los costes laborales unitarios con respecto a la zona del euro, entre 1999 y 2007, antes de la crisis, y desde 2008 hasta el primer trimes-

tre de 2012, se advierte que, en Irlanda, España y Portugal, por ejemplo, se ha recuperado una fracción importante de las pérdidas de competitividad registradas anteriormente (véase gráfico anterior). Grecia probablemente esté llevando también este proceso aunque solo tenemos datos comparables hasta el primer trimestre de 2011. Parte del ajuste observado hasta ahora es resultado de la destrucción de empleo en sectores de bajo rendimiento, especialmente en España e Irlanda y, en menor medida, en Portugal y Grecia, lo que ha aumentado la productividad agregada. Sin embargo, otra parte probablemente refleje también las medidas estructurales adoptadas para facilitar el emparejamiento entre los costes salariales y la situación financiera de las empresas.

### Precios: la estabilidad se mantiene

Según la oficina de estadística europea, Eurostat, el índice de precios de consumo armonizado (IPCA) del mes de julio en la zona del euro se mantuvo en el 2,4% en tasa interanual, el mismo registro que el de mayo y junio. La inflación subyacente, es decir, excluidos energía y alimentos no elaborados, aumentó una décima hasta el 1,9% interanual.

Los grupos con un mayor impacto positivo en la tasa de variación del IPCA han sido los paquetes de viajes, con un crecimiento interanual del 13,5%, hoteles (6,6%), transporte aéreo (11,3%) y fuel para el transporte (0,5%). El alza de los primeros grupos se explica por la temporada turística, principalmente. En cambio, en el transporte aéreo y el fuel, el motivo principal es la interrupción de la senda de moderación del precio del petróleo a partir de junio.

Por el contrario, varios epígrafes de la cesta del consumidor contrarrestaron los grupos anteriores, consiguiendo evitar el alza de la inflación. Entre ellos, vestido, con una variación interanual del -14,5%, rebajó siete décimas la tasa de variación del IPCA y el calzado (-11,9%), otras dos décimas. En ambos casos, el motivo fue la temporada de rebajas.

El dato sobre el índice de precios al consumo de la eurozona enmascara una cierta heterogeneidad entre los principales países. En Alemania y Francia la inflación se mantiene estable alrededor del 2% y se espera que continúe en este nivel durante los próximos meses. En España, en cambio, a pesar de que actualmente se encuentra en registros parecidos, sufrirá en los próximos meses un importante incremento

**La inflación en la eurozona permanece anclada en el 2,4%.**

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

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

	2010	2011	2011		2012		Julio
			III	IV	I	II	
<b>Zona del euro</b>							
IPCA	1,6	2,7	2,7	2,9	2,7	2,5	2,4
IPCA subyacente	1,0	1,7	1,7	2,0	1,9	1,8	1,9
<b>Índices de precios de consumo armonizado de los principales países</b>							
Alemania	1,1	2,5	2,7	2,7	2,4	2,1	1,9
Francia	1,7	2,3	2,3	2,6	2,6	2,3	2,2
Italia	1,7	2,9	2,6	3,8	3,6	3,6	3,6
España	2,0	3,1	2,9	2,7	1,9	1,9	2,2

FUENTE: Eurostat.

## Las diferencias de inflación entre países son notables.

debido al alza en el impuesto sobre el valor añadido anunciado para septiembre.

Italia y España presentarán registros superiores con respecto al núcleo duro europeo.

Italia, que ya tiene una tasa de inflación relativamente elevada, del 3,6% concretamente, podría sufrir un nuevo aumento aunque todavía existe bastante incertidumbre al respecto. En el país transalpino el tipo general del IVA es del 21,0% desde septiembre del año pasado, cuando se subió un punto porcentual, y el Gobierno italiano ha anunciado una nueva subida de dos puntos porcentuales para octubre de este año. Sin embargo, en julio anunció una serie de recortes del gasto público por un importe de 4.500 millones de euros que permitiría diferir esta subida hasta el 2013.

Estos son algunos de los argumentos que el propio Banco Central Europeo utiliza para argumentar que la inflación de la zona del euro se mantendrá por debajo del 2% durante el próximo año. Aunque el banco central asume que los riesgos en el futuro desarrollo de los precios están balanceados tanto al alza como a la baja, recuerda que la necesidad de consolidación fiscal de algunos países y las subidas de impuestos indirectos supone un riesgo en su previsión.

## El déficit corriente de la zona del euro aumenta hasta el 0,5% del PIB en el segundo trimestre de 2012.

En cualquier caso, durante los próximos meses entre los grandes países de la zona del euro se producirán dos grandes grupos. Mientras que los registros de Alemania y Francia estarán cercanos a sus tasas actuales,

## Sector exterior: el déficit corriente mantiene su tendencia de mejora

En el segundo trimestre de 2012, el saldo corriente de la zona del euro mejoró en 4 décimas, para alcanzar un superávit del 0,5% de su producto interior bruto (PIB).

### SECTOR EXTERIOR

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

	2010	2011	2011		2012		Julio
			III	IV	I	II	
<b>Zona del euro</b>							
Importaciones	21,6	14,0	11,4	6,3	3,9	0,9	-
Exportaciones	20,1	13,3	10,0	9,3	8,6	8,0	-
Balanza comercial (1)	0,7	-9,2	-21,6	-9,2	9,4	40,1	-
<b>Saldo balanza corriente (2)</b>							
Zona del euro	-0,1	0,0	-0,3	0,0	0,2	0,5	
<i>Alemania</i>	6,0	5,7	5,9	5,7	5,7	6,0	-
<i>Francia</i>	-1,6	-2,0	-2,2	-2,0	-1,9	-2,0	-
<i>Italia</i>	-3,5	-3,3	-3,7	-3,3	-2,6	-1,9	-
<i>España</i>	-4,5	-3,5	-3,8	-3,5	-3,3	-	-
<b>Tipo de cambio euro/dólar (3)</b>	1,33	1,39	1,41	1,35	1,31	1,28	1,23
<b>Tipo de cambio efectivo nominal del euro (4)</b>	103,7	103,4	103,6	102,1	99,4	98,2	95,3

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

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

(3) Valores mayores indican una apreciación del euro.

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

FUENTE: Eurostat.

Este incremento responde, en gran medida, al buen comportamiento del saldo comercial impulsado tanto por el buen ritmo de las exportaciones como por la ralentización de las importaciones. Por lo que se refiere a estas últimas, esperamos que la debilidad de la demanda interna en la zona del euro mantenga la senda decreciente registrada durante los últimos meses, llegando incluso a alcanzar tasas negativas.

En efecto, las importaciones de bienes crecieron un 0,9% interanual durante el segundo trimestre de este año. Esta cifra se sitúa 3,0 puntos porcentuales por debajo del aumento del primer trimestre, y es cerca de 13 puntos inferior que el crecimiento registrado un año atrás. Por su lado, el crecimiento de las exportaciones fue del 8,0% interanual, un nivel similar al registrado durante el primer trimestre de 2012. Sin duda, la depreciación del euro frente a las principales divisas internacionales ayudó a mantener este dinamismo.

Un análisis más detallado muestra que esta tendencia se ha mantenido en los principales países de la zona del euro, con nuevas mejoras de su saldo corriente. Sin embargo, existen diferencias muy significativas entre los miembros de la Unión Monetaria. A modo de ejemplo, los Países Bajos y Alemania presentaban importantes superávits corrientes en este periodo, del 9,3% y el 6,0% de su PIB respectivamente. En contraposición, Grecia y Portugal mantenían desequilibrios exteriores importantes, del 8,9% del PIB para la economía helena y el 3,8% del PIB en el caso de la lusa.

Aunque esta divergencia es aún elevada, observamos cómo se ha reducido paulatinamente a lo largo de los últimos cuatro años. En este sentido, destaca la importante corrección de los desequilibrios exteriores registrados en los países de la periferia de la zona del euro, esto es, España, Irlanda Grecia y Portugal. Desde diciembre de

2008, la mejora del saldo corriente de estos cuatro países supera los 6 puntos porcentuales. El caso contrario ocurrió en Finlandia y Austria, aunque sus saldos exteriores se mantienen aún en niveles sostenibles.

En clave de futuro, la evolución del saldo corriente de los distintos países dependerá, en gran medida, de la distribución geográfica de sus exportaciones. La atonía de la demanda interna en la zona del euro afectará en mayor medida a aquellos países con una concentración más elevada de sus exportaciones destinadas al mercado comunitario. De hecho, en términos agregados, se observa que las exportaciones fuera de la zona del euro han crecido a un mayor nivel que el comercio intracomunitario. Concretamente, las exportaciones acumuladas entre abril de 2011 y marzo de 2012 hacia países externos a la zona del euro crecieron un 9,0% respecto al mismo periodo del año anterior, frente al aumento del 5,6% interanual registrado dentro del mercado comunitario.

### **Sector público y gobernanza: septiembre es clave para el futuro de la zona del euro**

Llega el mes de septiembre y, con este, vuelven las repletas agendas políticas de los líderes europeos. Los esfuerzos se centrarán en estabilizar las tensiones en la zona del euro, tanto a nivel fiscal como bancario. Sin embargo, no se trata de una empresa fácil. La elevada heterogeneidad entre los distintos países de la Unión Monetaria dificulta la implementación de políticas efectivas que satisfagan a la mayoría de socios europeos.

Los nuevos datos de deuda pública referentes al primer trimestre del año reflejan estas divergencias entre los países de la zona del euro. La deuda pública del conjunto de la zona del euro equivalía al 88,2% de su producto interior bruto (PIB). Este nivel es

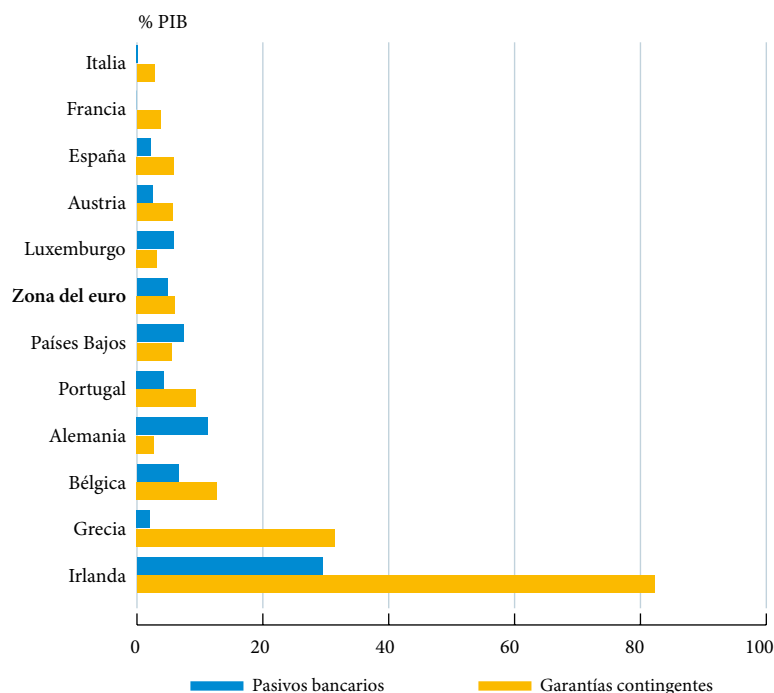
**Se observan importantes diferencias entre los saldos corrientes de los países.**

**Las exportaciones hacia países de fuera de la zona del euro crecen un 9,0% interanual.**

**La deuda pública de la zona del euro aumenta hasta el 88,2% del PIB.**

## ELEVADO RIESGO BANCARIO EN MANOS DEL SECTOR PÚBLICO EN ALGUNOS PAÍSES DE LA ZONA DEL EURO

Ayudas públicas al sector bancario



FUENTE: Eurostat.

**La relación entre riesgo bancario y soberano se ha intensificado desde el inicio de la crisis financiera.**

relativamente confortable si se compara con otros países desarrollados, como Estados Unidos y Japón, cuya deuda pública a finales de 2011 se situaba en el 102,8% y el 229,9% del PIB respectivamente. Sin embargo, las diferencias entre los países miembros de la zona del euro son significativas.

Concretamente, la deuda pública de Finlandia y de los Países Bajos alcanzó, en el primer trimestre del año, el 48,7% y el 66,8% de su PIB respectivamente. En Alemania y Francia se situaba, por este mismo orden, en el 81,6% y el 89,2% del PIB, aunque con tendencias visiblemente diferentes. Así, la deuda germana se mantenía prácticamente constante mientras que la gala aumentaba en 3,2 puntos porcentuales respecto a 2011 y rebasaba el objetivo de deuda fijado para el conjunto del año. Por su lado, en Grecia, Italia, Portugal, Irlanda y Bélgica el endeudamiento públi-

co supera su producto interior bruto. En el caso español, la ratio de endeudamiento público alcanzaba el 72,1% del PIB en el primer trimestre del año. Un nivel que, pese a ser comparativamente reducido, se prevé que crezca intensamente a lo largo de 2012. La aprobación de un paquete de ayuda pública al sector bancario, que probablemente se situará alrededor de los 60.000 millones de euros, es uno de los principales factores que explicarán este crecimiento.

En este sentido, desde el estallido de la crisis financiera, la relación entre el riesgo soberano y el bancario en los países de la zona del euro se ha intensificado significativamente. Como muestra el gráfico anterior, los pasivos bancarios en manos del sector público representan el 4,1% del PIB de la zona del euro. Si se tienen en cuenta las garantías contingentes, esto es, la co-



bertura por parte del sector público de parte de las deudas del sistema bancario en caso de quiebra, esta cifra aumenta hasta el 11,0% del PIB. Una vez más, las diferencias entre países son muy importantes. Por ejemplo, las ayudas del sector público irlandés a su sector financiero han incrementado la deuda pública del país en 29,5 puntos porcentuales, frente al impacto prácticamente nulo que han tenido en países como Italia y Francia.

En este contexto, es clave romper la relación entre el riesgo bancario y el soberano y, para ello, es imprescindible la creación de un sistema de supervisión y regulación europeo. En este sentido, la reunión del Consejo Europeo de septiembre ha generado muchas expectativas ya que se espera que se empiecen a concretar importantes detalles.

Hay otras citas del mes de septiembre que marcarán el tempo de la crisis. Entre ellas, destaca el resultado de las distintas reuniones que el primer ministro griego, Antonis Samaras, tendrá con los principales líderes europeos para tratar de extender los plazos del proceso de consolidación fiscal del país heleno. Una solicitud que parece difícil de ser aceptada teniendo en cuenta las dudas existentes en algunos países sobre la solvencia del país griego. Este es el caso de los Países Bajos, donde el euroescepticismo ha marcado la campaña de las elecciones generales del 12 de septiembre y cuyo resultado es, por lo tanto, muy importante. También es de suma importancia la sentencia que debe emitir el Tribunal Constitucional alemán sobre los recursos de oposición al pacto fiscal y al MEDE.

**Se esperan avances hacia la unión bancaria en la próxima reunión del ECOFIN de septiembre.**

## El marco de resolución de crisis: un primer paso hacia la unión bancaria

Una de las iniciativas de reforma bancaria más prometedoras es la creación de los llamados mecanismos de gestión de crisis. Esencialmente, se trata de crear un marco regulatorio que facilite el proceso de quiebra ordenada de un banco que, por las características del sistema financiero, requiere de más tiempo y recursos que un proceso de quiebra tradicional. Se pretende adaptar el proceso para que una autoridad de resolución pueda decretar la no viabilidad de una entidad antes de que su insolvencia se refleje en su balance y, a partir de ahí, tutelar un proceso que lleve a la liquidación ordenada de los activos de la entidad o, en el mejor de los casos, a la creación de una nueva entidad con la parte de negocio que aún sea viable.

Un buen marco de gestión de crisis debería minimizar el coste para la sociedad de la quiebra de un banco, sin por ello poner en peligro la estabilidad del sistema. Para lograrlo, el marco debería contener cuatro elementos básicos.

En primer lugar, un trabajo preparatorio en las entidades financieras, especialmente las sistémicas, para facilitar que, llegado el caso, estas puedan ser liquidadas al mínimo coste y sin perjudicar la estabilidad del sistema. Estos trabajos incluyen la confección de «testamentos vitales», con información acerca de los procedimientos que deberían seguirse para lograrlo, así como posibles reorganizaciones de grupos demasiado complejos para hacerlos más sencillos de dismantelar.

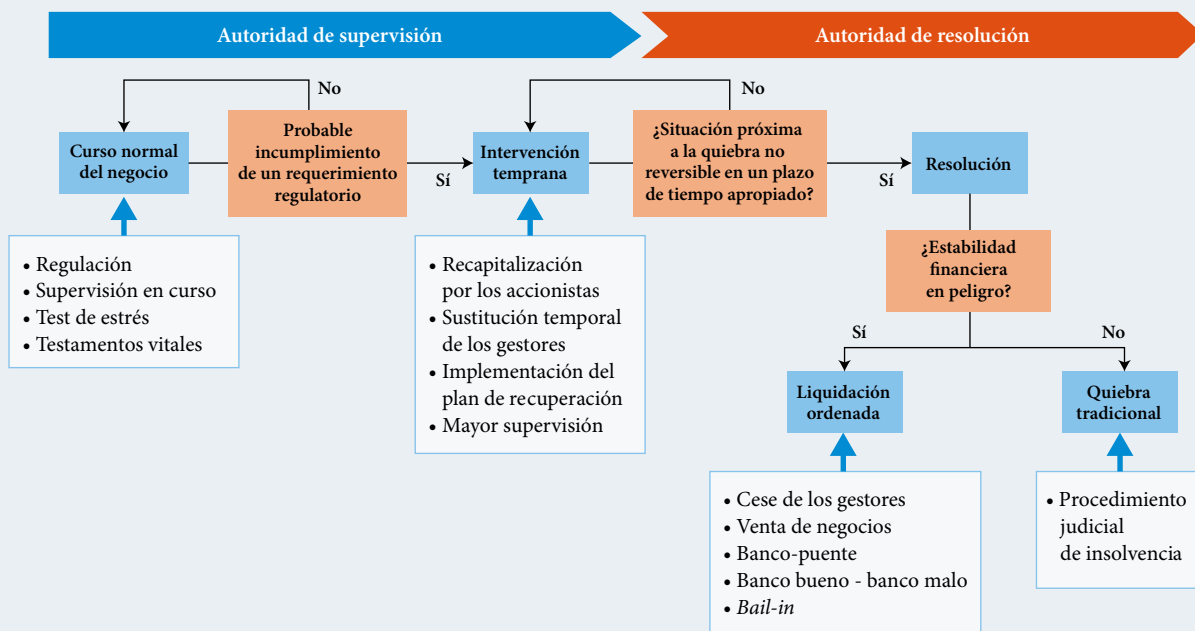
En segundo lugar, debería existir una autoridad de resolución capaz de decretar la no viabilidad de una entidad, asegurar la continua provisión de servicios básicos (los depósitos y el sistema de pagos) y repartir adecuadamente las pérdidas entre accionistas y acreedores. Para tal fin, la autoridad debería poder reemplazar al equipo gestor, vender

o recapitalizar la entidad sin el consentimiento de los accionistas y reestructurar sus pasivos. La provisión de servicios básicos podría mantenerse con la creación, a partir de partes del negocio, de «bancos-puente» que posteriormente serían vendidos o de un modelo de «banco malo - banco bueno». Sin embargo, la pieza clave y más delicada es el denominado *Bail-in*, cuyo fin es hacer partícipes de las pérdidas a los acreedores. Este instrumento permite establecer una quita sobre el principal que tienen derecho a percibir los acreedores de la entidad o, alternativamente, convertirlo en acciones con las que recapitalizarla. Ello debería aumentar la sensibilidad de los acreedores ante el coste de una quiebra y, consecuentemente, incentivarlos a ejercer un mayor seguimiento del riesgo tomado por la entidad.

El tercer elemento se refiere a la financiación de las entidades que se encuentren en proceso de resolución. La liquidación ordenada de una entidad financiera suele requerir la inyección de fondos, por ejemplo para dar liquidez al banco-puente mientras se concreta su venta. Mantener un fondo de resolución, financiado *ex ante* por el conjunto de entidades, es una buena solución que permite disponer inmediatamente de los recursos necesarios. Por otro lado, el fondo de garantía de depósitos (FGD) también debe contribuir con recursos al proceso de resolución, pues parte de la liquidez es necesaria para mantener la operativa de los depositantes de la entidad. Lo más adecuado sería establecer una contribución equivalente a las pérdidas que sufriría el FGD de seguirse un procedimiento de quiebra ordinaria. Finalmente, en el caso de que estos recursos no fueran suficientes, la autoridad deberá establecer un mecanismo para recuperar *ex post* cualquier inyección de dinero público. De este modo, se pretende que los costes para el contribuyente sean los mínimos posibles.

El último elemento de un buen marco de gestión de crisis es el diseño del procedimiento de intervención. Es imprescindible detectar cualquier debilidad de las entidades con tiempo suficiente como para corregirlas y evitar que desencadenen tensiones en el sistema. Por la cantidad de información a su disposición, el supervisor es quien

## ESQUEMA DE FUNCIONAMIENTO DEL MECANISMO DE GESTIÓN DE CRISIS



FUENTE: Elaboración propia.

está en mejor situación para realizar esta tarea y debería gozar de los poderes suficientes para realizar una intervención temprana al menor signo de debilidad (véase gráfico anterior). Si pese a la intervención las debilidades se agravan, lo imperativo pasa a ser el prevenir situaciones de excesiva incertidumbre que perturben el buen funcionamiento del sistema financiero y determinar si la entidad puede ser viable por medios propios en un plazo razonablemente corto de tiempo. Para esta tarea puede resultar conveniente emplear a una autoridad de resolución distinta del supervisor, pues existe el riesgo de que este postergue demasiado su decisión –bien porque la frecuente interacción con la entidad le lleva a ser demasiado indulgente, o bien por no reconocer sus errores en la fase previa.

En base a estos elementos, la Comisión Europea presentó en julio su propuesta de marco de gestión de crisis,<sup>(1)</sup> que ha llegado a interpretarse como el primer paso hacia la unión bancaria. Sin embargo, pese a la armonización que supone y a los elementos de coordinación entre estados que introduce, la propuesta actual resulta insuficiente para alcanzarla. Así, cuando un estado haya agotado su fondo de resolución, la propuesta obliga a los fondos del resto de países a prestarle una parte de sus recursos. Sin embargo, esto no rompe el vínculo entre riesgo bancario y riesgo soberano, pues el coste de resolución sigue recayendo sobre el tesoro del Estado miembro mientras este no consiga recuperarlo vía nuevas contribuciones de su sistema financiero. Otro ejemplo de insuficiencia es la norma sobre la asistencia financiera intragrupos transfronterizos. Los estados deberán permitir que entidades pertenecientes a un grupo transfronterizo presten ayuda financiera a partes del grupo en otro Estado miembro, aunque para ello requerirán la autorización del supervisor nacional. Así pues, los problemas de coordinación entre países que han agravado la crisis de algunos grupos no quedan del todo eliminados, pues la propuesta continúa dejando abierta la puerta a actitudes proteccionistas como el blindaje de activos.

Una verdadera unión bancaria no se alcanzará sin un único fondo de resolución, posiblemente ligado a un único fondo de garantía de depósitos, que esté respaldado por algún tipo de mecanismo de solidaridad entre países para aportar recursos públicos si ello fuera necesario. Lógicamente, mantener entonces autoridades nacionales de resolución sería impracticable, pues no olvidemos que estas tendrían potestad para decidir el reparto de pérdidas entre accionistas del banco doméstico, acreedores y el contribuyente europeo. No obstante, la creación de una autoridad de resolución a nivel europeo es un asunto complejo. Por un lado, implicará la cesión por parte de los estados de cierta soberanía en materia de redistribución y recaudación. Por otro, la pronta intervención en entidades próximas a la quiebra que se persigue conllevará, necesariamente, la toma de decisiones rápidas y con información imperfecta con fuertes repercusiones tanto políticas como económicas. Ello exigirá cierto control *ex post*, quizás político, de las decisiones de la autoridad, lo que desaconseja añadir esta función a las tareas de supervisión recientemente encomendadas al BCE.

A tenor de lo expuesto, no parece, pues, que la unión bancaria vaya a alcanzarse de forma rápida. Con todo, el rescate de la banca española podría terminar sentando los cimientos de una autoridad de resolución europea. Al fin y al cabo, el rescate conlleva decidir el mecanismo europeo con el que se inyectarán los fondos en los bancos y gran parte de las condiciones impuestas responden a los principios del mecanismo de gestión de crisis propuesto por Bruselas. Quizás ello proporcione los elementos y la experiencia necesarios para trazar una hoja de ruta en base a la que ir avanzando en la unión bancaria con pasos sólidos.

(1) «EU framework for bank recovery and resolution», Propuesta de Directiva, COM(2012) 280/3. En el momento de escribir este recuadro, el Gobierno español está en fase de elaboración de un nuevo marco de resolución de crisis para el sistema financiero español que responde a los principios de la Directiva.

*Este recuadro ha sido elaborado por Sandra Jódar-Rosell  
Departamento de Análisis Económico, Área de Estudios y Análisis Económico, "la Caixa"*

**El BCE manifiesta que el euro es irreversible.**

**Continúa el proceso de desapalancamiento de empresas y hogares.**

## Ahorro y financiación: el BCE gana protagonismo

El Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) celebrado el pasado 2 de agosto marcó un punto de inflexión en la voluntad de esta institución de intervenir en la crisis de deuda soberana. El BCE muestra preocupación por las distorsiones en los precios de la deuda de ciertos países cuyas primas de riesgo reflejan en parte la posible salida del euro y dificultan el funcionamiento de la política monetaria. En este sentido, se muestra dispuesto a adoptar medidas extraordinarias para mantener la unidad de la moneda única, aunque su actuación está supeditada a la petición de ayuda por parte de los países afectados a los fondos europeos (FEEF/MEDE), y la aceptación de las condiciones asociadas.

Las tensiones en algunos mercados de deuda soberana y el proceso de ajuste de los balances del sector bancario han afectado a las condiciones de financiación de los sectores no financieros. Sin embargo, las intervenciones del Eurosistema para aliviar estas tensiones han hecho que el acceso al crédito no se haya reducido de forma drástica para el conjunto de la zona del euro. En particular, el crédito a las sociedades no financieras registró una caída del 0,3% interanual en junio para la eurozona. El crédito a los hogares continuó el proceso de ralentización y en junio creció un mero 1,1% interanual.

Los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios para el segundo trimestre de 2012 muestran un nuevo endurecimiento en los criterios de aprobación de los préstamos a empresas y hogares por parte de las entidades financieras. Esta

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

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

	2010	2011	2011		2012		
			III	IV	I	II	Julio
<b>Financiación al sector privado (1)</b>							
Sociedades no financieras	-0,9	2,0	2,3	1,9	0,7	0,2	...
Hogares (2)	2,7	2,8	2,7	2,3	1,8	1,3	...
<b>Depósitos</b>							
Depósitos a la vista	9,1	1,2	0,8	1,0	1,5	2,2	...
Otros depósitos a corto plazo	-5,6	2,6	3,4	2,3	2,7	2,8	...
Instrumentos negociables	-7,7	1,1	2,7	3,5	3,1	4,4	...
<b>Tipo de interés del mercado monetario (%)</b>							
Repo BCE	1,00	1,30	1,50	1,30	1,00	1,00	0,75
Euríbor a 3 meses	0,80	1,39	1,56	1,50	1,04	0,70	0,66
Euríbor a 12 meses	1,35	2,01	2,12	2,05	1,67	1,29	1,22
<b>Tipo de interés de préstamos y depósitos (%)</b>							
Crédito a las sociedades no financieras (3)	2,2	2,8	2,9	3,0	2,7	2,6	...
Préstamos a los hogares para adquisición de vivienda (4)	2,7	3,3	3,4	3,5	3,4	3,2	...
Depósitos hasta 1 año de los hogares	2,1	2,6	2,7	2,8	2,9	2,7	...

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

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

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

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

FUENTES: Banco Central Europeo y elaboración propia.

evolución fue menos favorable de lo esperado en la encuesta realizada hace tres meses, posiblemente como consecuencia de la elevada incertidumbre y debilitamiento de la actividad económica de la zona del euro.

Al mismo tiempo, se registró una caída significativa de la demanda de crédito de los sectores no financieros, aunque a un ritmo más lento que en el primer trimestre. Según las entidades financieras encuestadas, la caída de la demanda de crédito por parte de las empresas estuvo principalmente impulsada por la reducción en inversión en capital fijo. En los próximos trimestres se espera que los factores de demanda sigan determinando la contracción del crédito a empresas y hogares.

Los préstamos a empresas y hogares experimentaron una reducción del tipo de interés durante el primer semestre de 2012 para el conjunto de la zona del euro. Así, el tipo de interés de los créditos a las sociedades no financieras ha pasado del 3,0% a finales de 2011 al 2,6% en el mes de junio. Sin embargo, esta evolución de los tipos de interés se debe en gran medida a la caída de los tipos de referencia después que el BCE redujera en 25 puntos básicos los tipos de interés oficiales en el mes de julio. Si nos fijamos en el diferencial entre los tipos de interés de los créditos y los tipos del mercado monetario, observamos que estos han aumentado significativamente durante el primer semestre de 2012. Por ejemplo, el diferencial para los créditos a las sociedades no financieras ha pasado del 1,5% a finales de 2011 al 2,1% en junio.

Cabe destacar que la evolución de las condiciones de crédito es muy dispar según los países. En particular, aquellos países más afectados por la crisis de deuda soberana han experimentado una contracción del crédito más acusada y un endurecimiento más fuerte de las condiciones de acceso al crédito. Estas diferencias han

llegado a ser tales que el BCE ha apuntado la necesidad de tomar medidas extraordinarias de política monetaria con el fin de homogeneizar las condiciones financieras de la zona del euro. Pero el BCE no puede ahuyentar estas tensiones por sí solo. Para que estas tensiones desaparezcan definitivamente, es necesario avanzar en el saneamiento de las cuentas públicas, las reformas estructurales y la construcción de instituciones europeas. Solo entonces la continuidad del euro estará garantizada.

### **Europa emergente: deterioro de la actividad, pero alivio financiero**

A lo largo de 2012 dos preocupaciones han centrado la atención al respecto de las perspectivas de crecimiento en Europa emergente. La primera, los efectos que la caída del crecimiento en la eurozona puedan tener sobre la actividad en la región. La segunda, la intensidad de las repercusiones financieras de la crisis de la deuda soberana de la eurozona. Tras superar el ecuador del ejercicio, la evolución del primero de estos frentes, el de la actividad, se ha tornado abiertamente preocupante. En cambio, el segundo, el relacionado con el estrés financiero se ha mitigado en parte, como atestigua la clara relajación de las primas de riesgo desde principios de junio. El resultado conjunto de estas tendencias es que las perspectivas de crecimiento para 2012 y 2013 se han erosionado, pero no en grado extremo.

El punto de partida para esta revisión lo proporcionan los datos de crecimiento del PIB del segundo trimestre. A pesar de su carácter preliminar y del hecho de que todavía no se dispone de la cifra relativa a Polonia, la información de la contabilidad trimestral confirma que la región sigue circulando a dos velocidades distintas: la de las economías que están en situación de elevada debilidad del creci-

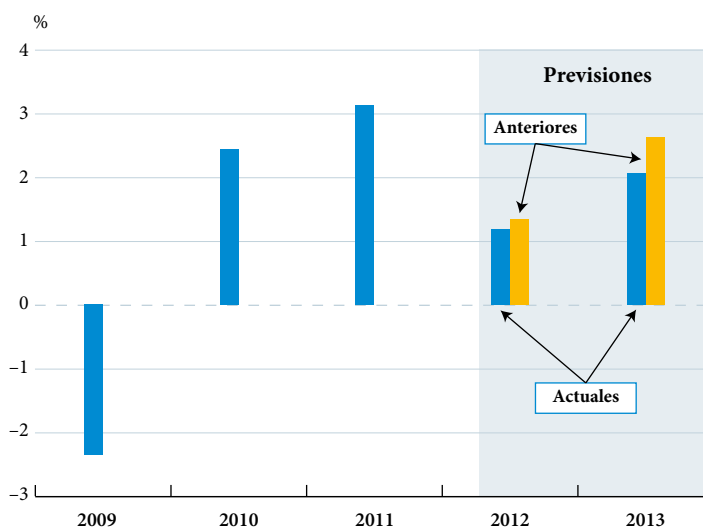
**El BCE reduce en 0,25% los tipos de interés de referencia...**

**...pero los diferenciales de tipo de interés de créditos a empresas y hogares se incrementan.**

**En Europa emergente siguen preocupando el impacto de la caída de la actividad en la eurozona y de la crisis financiera de la deuda...**

## EUROPA EMERGENTE CRECERÁ MENOS DE LO PREVISTO

Crecimiento real (\*)



NOTA: (\*) Promedio ponderado de Polonia, Hungría, República Checa, Eslovaquia y Rumania.

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

**...aunque el estrés financiero remite desde principios de junio.**

miento y la de aquellas que se benefician de un ritmo de crecimiento relativamente dinámico.

En la primera de estas tesisuras se encuentran la República Checa (que suma ya tres trimestres consecutivos con retrocesos intertrimestrales del PIB), Hungría (dos trimestres de caída intertrimestral del PIB) y Rumania (que, a pesar de un crecimiento positivo en el segundo trimestre, viene de un semestre con el PIB en descenso). En la segunda, Eslovaquia (avance del 0,7% intertrimestral del PIB en el segundo trimestre, cifra prácticamente idéntica a la de los tres trimestres anteriores) y Polonia (se prevé que su crecimiento en el segundo trimestre sea del orden del 0,4%).

En el grupo de economías de bajo crecimiento confluyen dos tendencias: la existencia de unos estrechos lazos comerciales y financieros con la eurozona y el esfuerzo por mantener una política económica poco expansiva. A pesar de esta coincidencia, los motivos que subyacen a esta opción de política económica son diametralmente

opuestos. Así, Hungría está tratando de reconducir su déficit público para garantizar una futura asistencia financiera multilateral que le permita evitar dificultades de financiación externa. Rumania, en cambio, se mantiene bajo las coordenadas que establece su actual programa con el Fondo Monetario Internacional (FMI) y la Unión Europea (UE). Finalmente, la República Checa ha tomado la senda de la ortodoxia de la política fiscal como estrategia voluntaria para mantener su credibilidad internacional entre las mejores de la región. Las diferencias entre ambas situaciones se ponen de manifiesto en la distinta percepción de riesgo que muestran los inversores internacionales. Mientras la prima de riesgo (medida por el coste de asegurar el impago del bono a tres años) se sitúa por debajo de los 75 puntos básicos en la República Checa, está en la zona de los 400 puntos básicos en Hungría y de los 300 puntos básicos en Rumania.

A pesar de estos niveles relativamente elevados en el caso de Hungría y Rumania, cabe destacar que los fuertes vaivenes de la

**En el segundo trimestre, clara distinción entre las economías débiles como la República Checa, Hungría y Rumania...**

prima de riesgo de los países periféricos de la eurozona no han impedido que el riesgo-país haya disminuido sensiblemente en las economías magiar y rumana. Ello se debe, en gran medida, al papel de ancla de la confianza que está jugando la ayuda financiera del FMI/UE (efectiva o esperada, dependiendo del caso). En Hungría, el proceso de negociación de la asistencia financiera del Fondo se inició a mediados de julio. La siguiente ronda se realizará en septiembre y se espera que durante el último trimestre se haga efectiva la ayuda. Dichas expectativas han contribuido a relajar el estrés financiero sobre la economía magiar. En el caso rumano, la confianza internacional se ha puesto a prueba con el proceso de destitución del presidente del país por parte del Parlamento. A pesar de las dudas expresadas por la UE sobre la constitucionalidad del procedimiento, el hecho de que el país se mantenga fiel a las coordenadas del programa con el FMI ha proporcionado tranquilidad a los inversores internacionales.

Por lo que se refiere al segundo grupo, el formado por Eslovaquia y Polonia, su análisis permite ofrecer un contrapunto con los desarrollos acabados de presentar. Eslovaquia mantiene unos vínculos con Alemania y otras economías centrales de la UE tan estrechos como los de la República Checa. Sin embargo, hasta la fecha, la

puesta en marcha de ciertos proyectos de producción automovilística y una política fiscal moderadamente anticíclica han permitido que el país disfrute de un excelente ritmo de actividad. Aún más diferenciado es el caso de Polonia, cuya demanda interna sigue exhibiendo un ciclo notablemente disociado del adverso entorno exterior.

A partir de esta situación, como tónica general se espera que en el tercer trimestre se asista a un moderado empeoramiento adicional de la actividad, una tendencia que parecen confirmar incipientemente los datos de sentimiento económico relativos a julio. Con todo, si la evolución financiera hasta ahora constatada se mantiene (esto es, las primas de riesgo siguen deslizándose a la baja en Hungría y Rumania y se mantienen contenidas en el resto de economías de la región) y las perspectivas que manejamos para la eurozona se confirman (implicando una suave recuperación a partir de principios de 2013), es probable que entre este tercer trimestre y el último de 2012 las cinco economías hayan tocado fondo. A partir de mediados de 2013 el ciclo alcista de Europa emergente debería ser más apreciable. A nivel cuantitativo, este escenario se concreta con un crecimiento promedio del orden del 1,2% en 2012 y del 2,1% en 2013 (moderadamente inferiores a los que esperábamos antes del verano).

**...y las más dinámicas como Polonia y Eslovaquia.**

**Se espera que el crecimiento, tanto en 2012 como en 2013, sea menor de lo previsto.**



# MERCADOS FINANCIEROS

## Mercados monetarios y de capital

**Grecia, España y la desaceleración del crecimiento mundial centran la atención de los mercados.**

### A la espera de acontecimientos

El panorama estival se está caracterizando por una tensa espera de los episodios decisivos que se avecinan en la crisis de la eurozona. Grecia y España son los principales focos de preocupación. El país heleno ha solicitado más tiempo para aplicar los ajustes y reformas comprometidos, pero los socios europeos no se pronunciarán hasta septiembre. España está pendiente de implementar los términos y condiciones del rescate destinado a la banca ya acordado, con un calendario que gana intensidad también a partir de septiembre. La lenta materialización de los acuerdos del Consejo Europeo del 29 de junio relativos a la «unión bancaria», y las reticencias del BCE a intervenir en los mercados de deuda soberana han contribuido a alimentar la inquietud de los inversores. A ello se han sumado las evidentes dificultades de nuestra economía para reducir el déficit público, que han obligado a la adopción de nuevas medidas fiscales de efectos inciertos. Como resultado de estas circunstancias, la atención de los inversores globales está puesta en si finalmente el Gobierno de España apelará al fondo de rescate europeo para un segundo programa de ayuda de mayor alcance.

Entre tanto, la desaceleración del ritmo de actividad económica global, y el deterioro de las expectativas de crecimiento para los dos próximos años, están siendo otro incómodo obstáculo con el que se enfrentan los mercados financieros. Como contrapunto, en las últimas semanas ha crecido entre los inversores la esperanza de que los bancos centrales puedan hacer uso de nuevas medidas cuantitativas para soste-

ner, y si es posible impulsar, el debilitado pulso económico y financiero global.

### Las autoridades monetarias barajan sus cartas

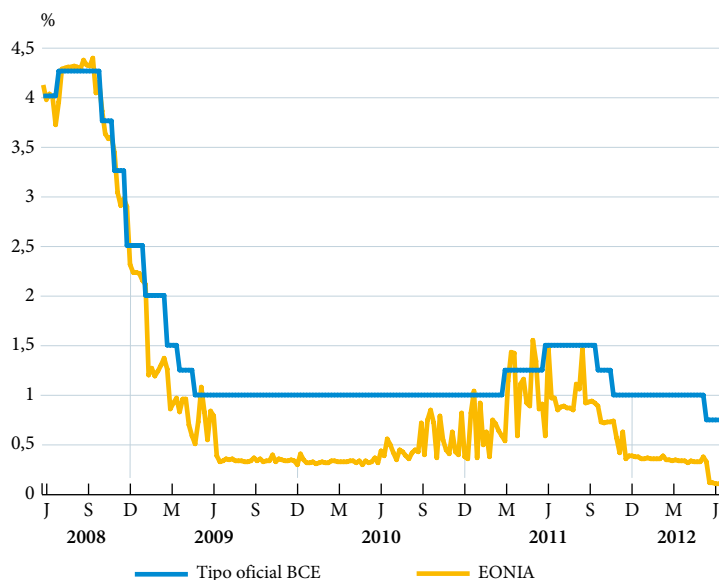
El papel de los bancos centrales en el escenario económico y financiero actual está siendo esencial. Bajo la premisa de la búsqueda de la estabilidad financiera y económica, las autoridades monetarias están dotando a sus políticas de un perfil claramente expansivo, apoyándose en el uso de diversas herramientas de carácter extraordinario e innovador. Simultáneamente, para potenciar los resultados de sus actuaciones y conseguir que sean duraderos en el tiempo, los banqueros centrales no cesan de reclamar la aportación de los líderes políticos en forma de reformas estructurales ambiciosas y ajustes fiscales profundos. Este es claramente el caso de la eurozona y de Estados Unidos.

Durante los meses de julio y agosto, las actuaciones del Banco Central Europeo (BCE) han protagonizado gran parte de los titulares sobre los mercados financieros mundiales. El excepcional aumento de la prima de riesgo soberana de varios países de la periferia y el deterioro de las expectativas de crecimiento de la región han llevado al Consejo de la entidad a la adopción de medidas de especial relevancia. Entre ellas destaca, en primer lugar, la rebaja histórica del tipo de interés rector hasta el 0,75% y la del tipo de interés de la facilidad de depósito al 0%. Con ambos recortes, el BCE persigue relajar las condiciones monetarias y financieras generales, mejorando la eficiencia de los mecanis-

**La mayoría de bancos centrales están relajando la política monetaria.**

## EL BCE FLEXIBILIZA SU POLÍTICA MONETARIA

Tipo de interés oficial del BCE y tipo EONIA



FUENTE: Bloomberg.

mos de transmisión del crédito en la eurozona. A través de la rebaja del tipo rector pretende abaratar el coste de financiación a largo y medio plazo. Mientras que con la del tipo de depósito busca dinamizar la actividad del mercado interbancario.

La segunda medida de relevancia ha sido la declaración de la postura oficial del BCE sobre la intervención en los mercados de deuda de los países de la periferia. Este ha sido un tema central de debate durante los últimos meses, y la confusa política de comunicación del presidente del BCE, Mario Draghi, ha tenido un impacto considerable sobre los mercados globales. En un principio, y en el marco de una charla de carácter no oficial, Draghi realizó las siguientes declaraciones sobre la evolución de la crisis de la eurozona: «Dentro de nuestro mandato, el BCE está dispuesto a hacer todo lo necesario para preservar el euro. Y, créanme, será suficiente». La reacción de los mercados financieros a sus palabras fue inmediata, desencadenando un proceso de estrechamiento de los dife-

renciales de la deuda soberana de España e Italia con la alemana. Pero este optimismo duró poco. Después de la reunión periódica del Consejo de Gobierno la entidad, Draghi expuso que hay estrictas condiciones a la actuación del BCE. En concreto, la institución estará dispuesta a comprar deuda soberana de los países siempre que sus gobiernos hayan solicitado previamente ayuda al fondo de rescate europeo vigente (FEEF/MEDE). Adicionalmente, comentó que en caso de intervenir, las compras de deuda soberana se centrarían en el tramo corto de la curva, es decir, en aquella cuyo vencimiento se encuentre entre 1 y 3 años. Si bien esta puntualización ha propiciado un descenso considerable de las rentabilidades de los bonos españoles e italianos a 2 años, por el contrario no ha sido bien recibida por parte de la mayoría de observadores, que consideran que todavía faltan por concretar aspectos como la cuantía de la compra de deuda y en qué términos interactuará con el FEEF/MEDE.

**El BCE baja los tipos de interés oficiales hasta mínimos históricos.**

**El BCE condiciona la compra de deuda pública de la periferia a que los países previamente acudan al FEEF.**

## El BCE reclama a los gobiernos europeos que sigan realizando reformas fiscales y estructurales.

## La Fed mantiene su estrategia monetaria con el fin de dar sostenibilidad al crecimiento económico.

En cualquier caso, desde el BCE se sigue instando a los gobiernos de la eurozona a que adopten las medidas fiscales y estructurales necesarias para alcanzar un mayor grado de estabilidad y competitividad. Por su parte, la entidad se ha comprometido a colaborar en el diseño e implementación de la hoja de ruta para la «unión bancaria», en la que se contemplaría la creación de un supervisor bancario único y la posibilidad de flexibilizar las capacidades de los fondos de rescate (tal como se concluyó en el Consejo Europeo del 28 y 29 de junio).

En Estados Unidos, la Reserva Federal (Fed) ha mantenido su estrategia de política monetaria después de la ampliación de la «Operación Twist» anunciada en junio.

Según Ben Bernanke, máxima autoridad de la entidad, los datos recogidos durante el primer semestre del año apuntan a que la actividad económica doméstica se ha ralentizado a un ritmo superior al estimado inicialmente. Los modestos avances observados en los principales indicadores (consumo privado, inversión y empleo) hacen prever que el nivel de crecimiento para los próximos trimestres se mantendrá en torno al 2,5%. Pero adicionalmente, los responsables de la Fed identifican dos claros factores de riesgo que podría comprometer las perspectivas de crecimiento. Uno es el agravamiento de la crisis de deuda soberana de la eurozona, y el otro es el conocido como *fiscal cliff* o «precipicio fiscal». Si los dos grupos parlamentarios no

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

En porcentaje anual

	Zona del euro			Estados Unidos		Japón	Reino Unido		Suiza
	Subastas BCE (2)	Euríbor (5)		Nivel objetivo de Reserva Federal (3)	Tres meses (5)	Tres meses (5)	Tipo de intervención Banco de Inglaterra (4)	Tres meses (5)	Tres meses (5)
		Tres meses	Un año						
<b>2011</b>									
Julio	1,50	1,61	2,18	0,25	0,26	0,20	0,50	0,83	0,24
Agosto	1,50	1,54	2,09	0,25	0,33	0,19	0,50	0,89	0,10
Septiembre	1,50	1,55	2,08	0,25	0,37	0,19	0,50	0,95	0,15
Octubre	1,50	1,59	2,12	0,25	0,43	0,20	0,50	0,99	0,57
Noviembre	1,25	1,47	2,04	0,25	0,53	0,20	0,50	1,04	0,77
Diciembre	1,00	1,36	1,95	0,25	0,58	0,20	0,50	1,08	0,92
<b>2012</b>									
Enero	1,00	1,13	1,75	0,25	0,54	0,20	0,50	1,08	0,47
Febrero	1,00	0,98	1,61	0,25	0,48	0,20	0,50	1,06	0,57
Marzo	1,00	0,78	1,42	0,25	0,47	0,20	0,50	1,03	0,35
Abril	1,00	0,71	1,31	0,25	0,47	0,20	0,50	1,01	0,54
Mayo	1,00	0,67	1,23	0,25	0,47	0,20	0,50	0,99	0,13
Junio	1,00	0,65	1,21	0,25	0,46	0,20	0,50	0,90	0,09
Julio	0,75	0,39	0,95	0,25	0,44	0,20	0,50	0,74	0,08
Agosto (1)	0,75	0,34	0,88	0,25	0,43	0,19	0,50	0,70	0,00

NOTAS: (1) Día 16.

(2) Tipo de interés marginal. Últimas fechas de variación del tipo mínimo: 7-04-11 (1,25%), 7-07-11 (1,50%), 3-11-11 (1,25%), 8-12-11 (1,00%), 5-07-12 (0,75%).

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

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

(5) Tipo de interés interbancario.

FUENTES: Bancos centrales nacionales, Bloomberg y elaboración propia.

llegan a un acuerdo al respecto, el 1 de enero de 2013 se producirá una contracción fiscal automática al expirar los recortes fiscales de la era Bush. Se estima que este fenómeno podría suponer una caída brusca del PIB norteamericano, canalizada a través del descenso del gasto público y del aumento de la carga impositiva.

En base a estos factores, la Fed ha mantenido el tipo de interés oficial en el rango del 0%-0,25%, con el fin de facilitar la creación de empleo y preservar la estabilidad de precios. Adicionalmente, la institución ha comunicado la continuidad de los distintos programas de reinversión de los cupones y el principal de las obligaciones y de las cédulas hipotecarias, así como la ampliación de la duración media de su cartera de deuda (Operación Twist). Sin embargo, a la vista de las trabas a las que se enfrenta la economía norteamericana, en las últimas semanas se han elevado las voces, dentro y fuera de la institución, que apuntan a la necesidad de que la Fed introduzca algún estímulo monetario adicional en la economía. Las principales propuestas giran en torno a la posibilidad de que el banco central opte por una recomposición del activo a través de una nueva extensión de la Operación Twist o sustituyendo *treasuries* por bonos hipotecarios. Los meses de julio y agosto han sido campo abonado para el debate y la rumorología sobre esta cuestión. Se espera un pronunciamiento oficial en la reunión del 13 de septiembre, que vendrá seguida de una rueda de prensa en la que Ben Bernanke podrá dar detalles.

En cuanto a la situación en los países emergentes, a medida que transcurren los meses se confirma que el proceso de relajación de las condiciones monetarias cobra intensidad y cada vez abarca a más países. Los indicadores económicos todavía muestran tendencia a la debilidad, mientras que la inflación parece contenida (si bien recientemente ha aparecido un problema en for-

ma de alza del precio de los alimentos, en gran medida por cuestiones meteorológicas). En este contexto, el objetivo prioritario de los bancos centrales es apuntalar el crecimiento, principalmente a través del estímulo de la demanda doméstica, compensando así el impacto negativo de la debilidad económica en Europa y Estados Unidos sobre sus exportaciones. Durante el verano, los bancos centrales de China y Brasil aplicaron nuevas medidas de expansión monetaria. En China, el debilitamiento de las principales variables de crecimiento llevó a que la autoridad monetaria decidiera rebajar el tipo de interés oficial hasta el 6%, así como el tipo de la facilidad de depósito. En el caso de Brasil, aunque era una medida en gran parte descontada por los inversores, el banco central realizó la octava rebaja del tipo interés oficial, hasta el 8%.

En este contexto, los tipos de interés interbancarios de la eurozona han evolucionado a la baja a raíz del recorte de los tipos oficiales realizado por el BCE en julio. En concreto, el euríbor a 12 meses se ha situado en el 0,89%, lo que supone el nivel mínimo desde la creación del euro. De igual manera, la decisión del BCE de eliminar la retribución de los depósitos bancarios en sus arcas ha intensificado la caída del EONIA (tipo de interés medio del euro a un día) hasta el 0,11%.

### **La rentabilidad de la deuda española alcanza máximos y luego se relaja**

La evolución de los mercados de deuda durante los meses de julio y agosto ha estado marcada por la marcha de los acontecimientos en la periferia de la eurozona y por las dudas en torno al crecimiento global. En el marco europeo, los inversores han seguido muy de cerca a la economía española. El respaldo político recibido en la reunión de los líderes europeos de finales de junio y la ratificación del Memorán-

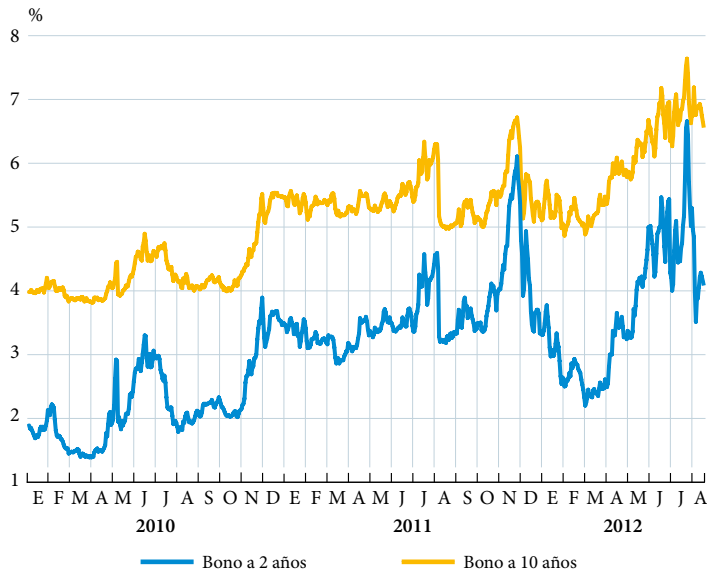
**Muchos analistas esperan que la Fed se decante por el uso de nuevos estímulos monetarios.**

**China y Brasil bajan los tipos oficiales con el objetivo de apuntalar el crecimiento económico.**

**El euríbor se sitúa en el nivel más bajo desde la creación del euro.**

## LAS YIELDS DE LA DEUDA PÚBLICA DE ESPAÑA ALCANZARON MÁXIMOS HISTÓRICOS

Rentabilidad de la deuda pública a 2 y 10 años



FUENTE: Bloomberg.

**Las yields de las economías más solventes descienden incluso por debajo del 0%.**

do de Entendimiento para el recate a la banca española, unidos al nuevo plan de reformas fiscales impulsado por el Gobierno, no sirvieron para suavizar las tensiones de la deuda soberana española. El nerviosismo en torno a España vino alimentado por la desconfianza de que, con las medidas conocidas y el marco institucional imperante, el país sea capaz de salir del círculo vicioso entre deuda, ajustes y recesión. Este sentimiento alcanzó su grado álgido cuando en julio varias comunidades autónomas apelaron a la asistencia financiera del Gobierno central, circunstancia que desató un brusco ascenso de la *yield* de los bonos españoles. Concretamente, la rentabilidad del bono a 10 años alcanzó su nivel más alto desde la entrada en vigor del euro, el 7,62%. En las semanas posteriores, y aunque persistiendo las dudas sobre la sostenibilidad de la deuda pública y el acceso a la financiación en los mercados de capitales extranjeros, las rentabilidades han descendido. Este descenso de la prima de riesgo parece ligado a la

posibilidad de que el Gobierno solicite un segundo rescate de mayor alcance, dirigido directamente a contener el coste de la deuda pública, y respaldado por la actuación del BCE.

Paralelamente, la deuda de los países con calificación AAA está siendo la gran beneficiada de las turbulencias crediticias del sur de la eurozona. Destaca, como no podría ser de otra forma, la de Alemania. Desde finales de junio, las rentabilidades de los bonos germanos se han instalado en la banda mínima histórica, llegando a ofrecer tipos de interés negativos en las obligaciones a 1 y 2 años. La preferencia de los inversores por activos de máxima calidad y el deterioro de las expectativas económicas globales están dando soporte a este fenómeno. En Estados Unidos, las rentabilidades ofrecidas por su deuda también se han mantenido en los rangos mínimos. Factores como el contexto de crecimiento económico débil, la estabilidad de las expectativas inflacionistas y el posible uso de

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

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

	Alemania	Francia	España	Italia	Estados Unidos	Japón	Reino Unido	Suiza
<b>2011</b>								
Julio	2,5	3,2	6,1	5,9	2,8	1,1	2,9	1,4
Agosto	2,2	2,9	5,0	5,1	2,2	1,0	2,6	1,1
Septiembre	1,9	2,6	5,1	5,5	1,9	1,0	2,4	0,9
Octubre	2,0	3,1	5,5	6,1	2,1	1,0	2,4	1,0
Noviembre	2,3	3,4	6,2	7,0	2,1	1,1	2,3	0,9
Diciembre	1,8	3,1	5,1	7,1	1,9	1,0	2,0	0,7
<b>2012</b>								
Enero	1,79	3,05	4,97	5,95	1,80	0,97	1,97	0,72
Febrero	1,82	2,88	4,99	5,19	1,97	0,96	2,15	0,72
Marzo	1,79	2,89	5,35	5,12	2,21	0,99	2,20	0,87
Abril	1,66	2,96	5,77	5,51	1,91	0,90	2,11	0,72
Mayo	1,20	2,36	6,56	5,90	1,56	0,82	1,57	0,55
Junio	1,58	2,69	6,33	5,82	1,64	0,84	1,73	0,67
Julio	1,29	2,06	6,75	6,08	1,47	0,79	1,47	0,48
Agosto (*)	1,52	2,14	6,55	5,81	1,79	0,86	1,67	0,56

NOTA: (\*) Día 16.

FUENTE: Bloomberg.

algún estímulo monetario por parte de la Fed facilitan la permanencia de las *yields* en estos niveles excepcionalmente bajos.

### El euro oscila con violencia

Los acontecimientos ocurridos en el seno de la eurozona en los dos últimos meses han tenido un claro reflejo en las oscilaciones del tipo de cambio del euro. La divisa europea se aproximó a los niveles más bajos de cotización frente al dólar desde 2010 como consecuencia de las incesantes dudas en torno a la viabilidad futura de la unión monetaria europea. A mediados de julio rozó los 1,20 dólares. Esta tendencia también se vio favorecida por la bajada de los tipos de interés del BCE y la confirmación de la extrema debilidad económica de la región. La importancia de este último aspecto ha sido resaltada por el FMI en su

último informe sobre perspectivas de crecimiento económico mundial, apuntando a la actuación de los responsables políticos europeos como pieza clave para evitar una recesión prolongada. De hecho, la depreciación del euro no solo se produjo frente a la moneda norteamericana. La salida de flujos de capitales de los fondos monetarios denominados en euros hacia otros activos de menor riesgo fuera de la eurozona, y la reducción de las reservas en euros de los bancos centrales a nivel global, favoreció la revalorización de divisas como la libra esterlina, el renmimbi chino y el yen japonés. Durante el mes de agosto, sin embargo, el euro experimentó un brusco rebote, de manera que su cruce contra el dólar volvió a la zona de 1,25. Este movimiento parece ser de índole técnica, fruto de la fuerte sobreventa que había experimentado y en un contexto de volúmenes de negociación bajos.

**El euro se muestra débil pero se beneficia de un rebote técnico.**

## TIPOS DE CAMBIO DE LAS PRINCIPALES MONEDAS

16-08-12

	Tipo de cambio	% variación (*)		
		Mensual	s/diciembre 2011	Anual
<b>Frente al dólar de EE. UU.</b>				
Yen japonés	79,2	0,4	2,9	3,0
Libra esterlina	0,636	0,6	1,2	-4,6
Franco suizo	0,975	-0,4	3,7	18,3
Dólar canadiense	0,989	-2,6	-3,2	0,7
Peso mexicano	13,124	-0,7	-6,2	6,6
<b>Frente al euro</b>				
Dólar de EE. UU.	1,232	-0,4	4,9	14,5
Yen japonés	97,6	0,8	-2,1	-13,4
Franco suizo	1,201	0,0	-1,3	4,5
Libra esterlina	0,784	-0,2	-6,4	-11,7
Corona sueca	8,245	-4,8	-8,2	-11,7
Corona danesa	7,445	0,1	0,2	-0,1
Zloty polaco	4,073	-2,9	-9,6	-1,8
Corona checa	24,90	-1,8	-2,8	2,0
Forint húngaro	278,1	-3,5	-13,3	3,0

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

FUENTE: Bloomberg.

### Las posibles actuaciones de los bancos centrales dan soporte a los mercados de deuda corporativa.

### Las compañías aprovechan la caída de los tipos de interés para emitir nueva deuda.

### Resurgen las emisiones de renta fija corporativa

Siguiendo con la tónica de meses anteriores, dos factores han dirigido la trayectoria de los mercados de renta fija corporativa en verano: la evolución de la crisis de deuda soberana de la eurozona y las revisiones en las proyecciones sobre el crecimiento económico mundial. Julio y agosto han alternado protagonista y dinámica. En julio, el aumento de las dudas sobre la sostenibilidad de la unión monetaria europea provocó un repunte de los *spreads* de crédito. En agosto, la esperanza en las actuaciones de los principales bancos centrales ha dado paso a una fase de relativa relajación en las primas de riesgo. Esta circunstancia ha sido aprovechada para realizar emisiones por un buen número de compañías, que se han apoyado en el atractivo que estos activos ofrecen a los inversores, ávidos de seguridad y de rentabilidades superior-

res a las de la deuda soberana con calificación AAA. El volumen de emisiones en Estados Unidos y en los países del norte de Europa ha sido elevado, considerando el periodo del año del que se trata. Aprovechando la caída histórica de los tipos de interés de los bonos de alta calidad (*investment grade*) y la réplica de esta tendencia por los bonos *high yield*, el volumen total de emisiones en las economías desarrolladas supera desde principios de año el volumen total emitido durante todo el 2011.

Sin embargo, en la periferia de la eurozona la realidad es muy distinta. El mercado de emisiones apenas se encuentra activo debido a dos aspectos: la incertidumbre que se cierne sobre el futuro de estas economías, y la intensa rebaja del *rating* de las principales empresas. Pero el ejemplo más claro, una vez más, se puede encontrar en el sector financiero. La crisis ha provocado que las emisiones de deuda *senior* apenas



logren cubrir el importe de los vencimientos a los que tienen que hacer frente. Igualmente, la emisión de los *covered bonds* (representados principalmente por cédulas hipotecarias) ha descendido un 50% desde la primavera.

Por el contrario, los mercados de bonos corporativos de las economías emergentes siguen disfrutando de la elevada resistencia de sus economías a las turbulencias observadas en Occidente. La continua llegada de flujos de capital extranjero, atraídos por el binomio de rentabilidad y seguridad, está dando soporte a estos mercados. En este marco, cabe destacar el espectacular incremento de las emisiones de las compañías chinas durante el primer semestre del año (un 60% más que el mismo periodo del año anterior). Con este aumento se pone de manifiesto el proceso de liberalización que se está produciendo

en estos mercados, y la disminución de la dependencia que tienen las empresas del crédito bancario.

### Las bolsas se van de vacaciones

A pesar de las continuas oscilaciones de las bolsas durante los meses de verano, el saldo neto del periodo ha sido ligeramente positivo. Inicialmente, la confirmación de la desaceleración del crecimiento mundial y el deterioro de los indicadores adelantados de actividad pesaron negativamente sobre el precio de las acciones. Pero la situación mejoró a medida que los inversores comenzaron a cotizar la posibilidad de que los bancos centrales de las principales economías se decantasen por el uso de nuevos estímulos monetarios. Sin embargo, hay que precisar que los movimientos bursátiles de las últimas semanas se han

**La incertidumbre en la periferia de la eurozona restringe el acceso a la financiación de las empresas.**

**Las bolsas no experimentan grandes variaciones.**

## ÍNDICES DE LAS PRINCIPALES BOLSAS MUNDIALES

16-08-2012

	Índice (*)	% variación mensual	% variación acumulada	% variación anual
Nueva York				
<i>Dow Jones</i>	13.164,8	3,4	7,8	15,4
<i>Standard &amp; Poor's</i>	1.405,5	3,8	11,8	17,8
<i>Nasdaq</i>	3.030,9	4,6	16,3	20,1
Tokio	9.092,8	4,2	7,5	-0,2
Londres	5.825,4	2,9	4,5	8,7
Zona del euro	2.432,9	8,0	5,0	4,7
<i>Fráncfort</i>	6.957,4	6,0	18,0	16,1
<i>París</i>	3.447,6	8,4	9,1	6,7
<i>Ámsterdam</i>	332,3	5,2	6,3	14,0
<i>Milán</i>	14.845,4	8,2	-1,6	-6,6
<i>Madrid</i>	7.263,4	11,2	-15,2	-16,3
Zúrich	6.503,7	5,0	9,6	21,0
Hong Kong	19.963,0	4,4	8,3	-1,2
Buenos Aires	2.440,4	2,3	-0,9	-18,2
São Paulo	58.881,7	10,3	3,7	8,4

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

FUENTE: Bloomberg.

**La campaña de resultados empresariales cumple con las expectativas.**

desarrollado en un escenario de volatilidad creciente, derivada de la gran incertidumbre que suscitan los acontecimientos sobre la crisis europea, y de niveles de contratación reducidos dado el periodo vacacional.

**Las empresas del Ibex anuncian planes para reducir su endeudamiento.**

En el ámbito de los mercados de renta variable, otro de los factores que también ha contribuido favorablemente a la evolución de los índices ha sido la campaña de resultados empresariales a ambos lados del Atlántico. En Estados Unidos, en términos generales, las compañías no han defraudado a los inversores. Han presentado unos beneficios en línea con lo esperado, a pesar de que en muchos casos las ventas han sufrido el impacto de la ralentización económica. En la eurozona, la crisis de deuda soberana ha comenzado a pasar factura sobre los resultados de algunas compañías vinculadas al ciclo económico. Principalmente han sido los valores del sector financiero los que han registrado un mayor descenso de los márgenes, debido a su exposición a la deuda de los países de la periferia de la región y al endurecimiento de la regulación del sector. En el caso de las empresas españolas, los resultados trimestrales de compañías del Ibex 35 no han decepcionado. El relativo buen comporta-

**La CNMV prohíbe la venta de acciones «en corto».**

miento de la actividad internacional ha compensado la debilidad de la economía doméstica. No obstante, el deterioro del mercado local, la caída de los precios de las viviendas, las débiles perspectivas económicas y las dificultades para acceder a la financiación han desencadenado una oleada de planes de desapalancamiento en la mayoría de las compañías. Para llevar a cabo este propósito, las compañías se están apoyando en la venta de activos, en la modificación de las políticas de retribución a los accionistas y en la refinanciación de los términos de su deuda.

Las tensiones vinculadas a la incertidumbre sobre la capacidad de la economía española de cumplir con los requisitos impuestos desde Bruselas han supuesto la principal limitación a la mejora del Ibex. Eventos de notable relevancia, como la aprobación del plan de recapitalización del sector financiero por el Eurogrupo o la ratificación del *rating* de España en BBB+ por Standard & Poor's, apenas tuvieron impacto positivo sobre el índice. Ante esta circunstancia, y con el fin de evitar la actuación de inversores oportunistas de corto plazo, la CNMV impuso a finales de julio la prohibición de realizar ventas «en corto» de acciones.

## Primeros pasos hacia la unificación europea de los fondos de garantía de depósitos

Los fondos de garantía de depósitos (FGD) son un elemento de estabilidad financiera cuyo objeto principal es el de proteger a los depositantes mediante la garantía de los depósitos en dinero y de los valores<sup>(1)</sup> constituidos en las entidades de crédito. En la actualidad, a nivel europeo se asegura que cada titular recuperaría hasta 100.000 euros de sus depósitos o de sus instrumentos financieros en caso de quiebra de su entidad financiera. Adicionalmente, entre las competencias de los FGD se suele incluir la intervención de entidades si eso significara una solución más

(1) En España, el Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito cubre a los depositantes (personas físicas o jurídicas) con saldos acreedores mantenidos en cuenta y certificados de depósitos nominativos. Cubre también los valores e instrumentos que los inversores hayan confiado a una entidad de crédito para su depósito y registro o para la realización de algún servicio de inversión. El Fondo cubre la no restitución de los valores o instrumentos pertenecientes al inversor perjudicado pero en ningún caso cubre las pérdidas del valor de la inversión o cualquier riesgo de crédito. Para más detalle sobre los depósitos y/o valores garantizados, consúltese la página web del Fondo de Garantía de Depósito de Entidades de Crédito ([www.fgd.es](http://www.fgd.es)).

barata que la devolución de los depósitos, por lo que deben coordinarse con los mecanismos de intervención y resolución bancaria.

Por lo tanto, los fondos de garantía son un elemento clave para un sistema financiero porque constituyen una garantía de última instancia para todo depositante, pero de no ir acompañados de una estricta supervisión y disciplina de mercado podrían establecer incentivos incorrectos para las entidades.

En la actual Directiva Europea que regula los FGD<sup>(2)</sup> las discrecionalidades nacionales son elevadas. En Europa existen unos 40 fondos de garantía que cubren a distintos grupos de depositantes y depósitos, hasta distintos niveles e imponen distintas obligaciones financieras a las entidades. Algunos están financiados *ex ante*, es decir, con aportaciones periódicas de las entidades al fondo que gestiona el patrimonio, y otros se financian *ex post*, solo cuando el fondo requiere los recursos para actuar. Pero en común, todos los fondos comparten el hecho de estar implícitamente respaldados por el Tesoro nacional en el supuesto de que los fondos privados no fueran suficientes para todos los depositantes.

Por lo tanto, en este frente, la vinculación entre riesgo bancario y riesgo soberano es clara. Así, la estructura y la financiación de los FGD son un elemento central, junto con la supervisión bancaria y los mecanismos de resolución, en el intento de construir una mayor unión bancaria a nivel europeo que rompa con dicha vinculación, permita la salida de la crisis y dote de mayor estabilidad a la zona para prevenir crisis futuras.

Ya en esta línea, en julio de 2010 la Unión Europea realizó una nueva propuesta de Directiva sobre FGD que, entre otras cosas, exige que en 10 años todos los países dispongan de un fondo financiado *ex ante* con hasta el 1,5% de los depósitos garantizados. Las contribuciones *ex post* podrían suponer otro 0,5% de estos depósitos. Además, se abre la puerta a métodos de financiación alternativos, tales como el endeudamiento o el préstamo entre fondos de distintos países, aunque no se determina bajo qué supuestos y condiciones. Por último, la Directiva también propone que a finales de 2013 se reduzca el plazo de pago de depósitos a solo 7 días (frente a los 20 días actuales).

No obstante, varias cuestiones clave todavía siguen abiertas: ¿qué nivel de centralización de los FGD se debe alcanzar?, ¿cómo se tienen que financiar? y, en su caso, ¿cómo se gestionaría el trasvase de recursos entre fondos? La respuesta a estas preguntas es distinta si consideramos el medio/largo plazo, o si bien pensamos en el corto plazo, en el que se tienen que tomar medidas urgentes para solucionar los acuciantes problemas de la actual crisis.

La centralización total de los FGD a nivel europeo es la única solución que permitiría romper definitivamente la relación entre riesgo bancario y riesgo soberano, a la vez que lograría una mejor gestión de los fondos conjuntos (economías de escala). Sin embargo, para los países significaría la pérdida absoluta de soberanía en cuanto a la supervisión y a las decisiones de política bancaria, con tal de evitar incentivos perversos. En definitiva, esta solución representaría avanzar hacia un modelo similar al de Estados Unidos, donde existe un único sistema de garantía, el FDIC. Además, posiblemente requeriría avanzar en algún tipo de integración fiscal o bien establecer muy claramente cómo se realizarían las aportaciones extraordinarias en caso de necesidad (criterio de distribución entre países, posterior recuperación, etc.) para asegurar que existe un *back-stop* o garantía implícita que cubra a los depositantes bajo cualquier circunstancia.

No es fácil ni rápido llegar a esta solución porque requiere negociaciones y definiciones muy claras sobre las aportaciones y el rol de cada entidad y/o cada país. Por ello, en el corto plazo habrá que optar por una solución inter-

(2) Directiva 1994/19/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 30 de mayo de 1994, modificada por la Directiva 2009/14/CE en lo que respecta al nivel de cobertura y al plazo de pago.

media entre la insostenible situación actual de diversos fondos nacionales y la integración completa. En esta situación intermedia, se mantendrían los fondos de garantía nacionales y, a la vez, se establecería un sistema de traspaso o de garantía supranacional.

Para ello, en primer lugar, es imprescindible que a nivel nacional se armonicen los criterios: tipo de financiación, criterio de cálculo de la aportación de las entidades, depósitos garantizados, nivel de la garantía, etc. La financiación, tal y como marca la propuesta de nueva Directiva Europea, debe exigirse que sea *ex ante* en todos los países, aunque esto no excluye que se puedan considerar aportaciones extraordinarias *ex post*. Por otro lado, la aportación de las entidades puede realizarse en base a su cuota de mercado en depósitos (como es el caso actual en España) o, como parece más razonable, en base al nivel de riesgo de la entidad (como plantea la nueva propuesta de Directiva Europea). Este último planteamiento evita que entidades con menores riesgos acaben pagando el coste de entidades que han asumido mayores riesgos pero, por el contrario, le da un carácter más procíclico a esta regulación.

En segundo lugar, se hace necesario establecer el modo de coordinación europeo de los fondos. Una alternativa sería definir un modelo de préstamo entre FGD nacionales, como propone la Directiva. Pero este método no será efectivo en casos de crisis europeas o correlacionadas entre países. Además, puede ser problemático para países que entren tardíamente en la crisis y tengan la necesidad de recurrir al fondo una vez ya se han realizado préstamos todavía no recuperados. Sería muy complejo establecer qué fondo debe realizar el préstamo o cómo se debe repartir y bajo qué criterios entre países.

Más factible parece la opción de constituir un fondo de garantía supranacional compatible con los actuales fondos nacionales, que solo actuara cuando un fondo nacional hubiera agotado sus recursos. La fase de definición de financiación y competencias de este fondo sería muy importante. En este sentido, haría falta una muy clara definición de antemano de los criterios y condiciones de su uso y del retorno de los fondos, para evitar subsidios e incentivos perversos. En definitiva, esta sería una opción que parece deseable en la medida que significaría empezar a dar los primeros pasos hacia la creación de un único FGD europeo, con las aportaciones de cada entidad y/o país muy bien definidas.

Finalmente, hay que resaltar que independientemente de su constitución y forma de financiación habrá que definir muy claramente cuándo se usan estos fondos acumulados. La reciente propuesta de Directiva Europea sobre la gestión de la crisis y resolución de entidades establece mecanismos para una intervención y solución temprana de las entidades con problemas, de forma que se encuentre una solución más barata y menos traumática para el sistema que tener que reponer los depósitos de los clientes (véase el recuadro «El marco de resolución de crisis: un primer paso hacia la unión bancaria»). Por lo tanto, habrá que coordinar los dos sistemas (fondo de garantía de depósitos y fondo de resolución) y de forma previa establecer hasta qué punto la reestructuración de una entidad evita que se tengan que reponer depósitos y en consecuencia, determinar el nivel de financiación exigido al fondo de garantía de depósitos.

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

## Actividad económica

### La recesión se agudiza

Desde mediados de mayo las tensiones en los mercados de deuda pública se han intensificado. La prima de riesgo española con respecto al bono alemán se ha incrementado en este periodo, y en julio llegó a superar los 600 puntos. Ante este recrudecimiento de la crisis, se han to-

mado importantes decisiones de política económica. Primero fue la aprobación de una línea de crédito de los fondos de rescate europeos de hasta 100.000 millones de euros para ayudar a reestructurar del sector bancario español. Posteriormente el anuncio de un nuevo paquete de medidas de ajuste fiscal por parte del Gobierno, que eleva las probabilidades de cum-

### La crisis de la deuda soberana se intensifica.

#### INDICADORES DE OFERTA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2010	2011	2011		2012		Julio
			III	IV	I	II	
<b>Industria</b>							
Consumo de electricidad (1)	2,9	-1,1	-1,1	-4,0	-1,9	-1,3	-2,4
Índice de producción industrial (2)	0,8	-1,4	-1,4	-5,0	-5,8	-7,0	...
Indicador de confianza en la industria (3)	-13,8	-12,5	-14,4	-16,5	-14,8	-17,1	-18,6
Utilización capacidad productiva (4)	72,0	73,3	73,3	72,7	72,5	73,4	71,6
Importación bienes interm. no energ. (5)	24,6	3,1	0,9	-4,0	-9,6	-7,2	...
<b>Construcción</b>							
Consumo de cemento	-15,4	-16,7	-21,0	-26,8	-31,3	-37,8	...
Indicador de confianza en la construcción (3)	-29,7	-55,4	-58,6	-53,6	-50,4	-52,2	-45,4
Viviendas (visados obra nueva)	-17,3	-14,6	-5,3	-26,1	-35,2	...	...
Licitación oficial	-38,0	-46,2	-45,2	-59,8	-50,6	...	...
<b>Servicios</b>							
Ventas comercio minorista (6)	-1,0	-5,4	-4,2	-6,5	-4,9	-6,3	...
Turistas extranjeros	1,0	6,8	8,0	6,1	2,6	3,1	4,4
Ingresos turismo	3,9	8,6	8,8	5,7	0,5	...	...
Mercancías ferrocarril (t-km)	6,4	2,0	7,7	-9,8	-12,6	-7,6	...
Tráfico aéreo pasajeros	2,9	6,0	6,2	1,5	-5,4	-4,0	-2,5
Consumo de gasóleo automoción	-1,2	-3,7	-3,1	-5,6	-4,2	...	...

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.

**En un contexto de ralentización europea y mundial, el motor externo podría verse debilitado.**

plir con los compromisos de reducción de déficit fiscal.

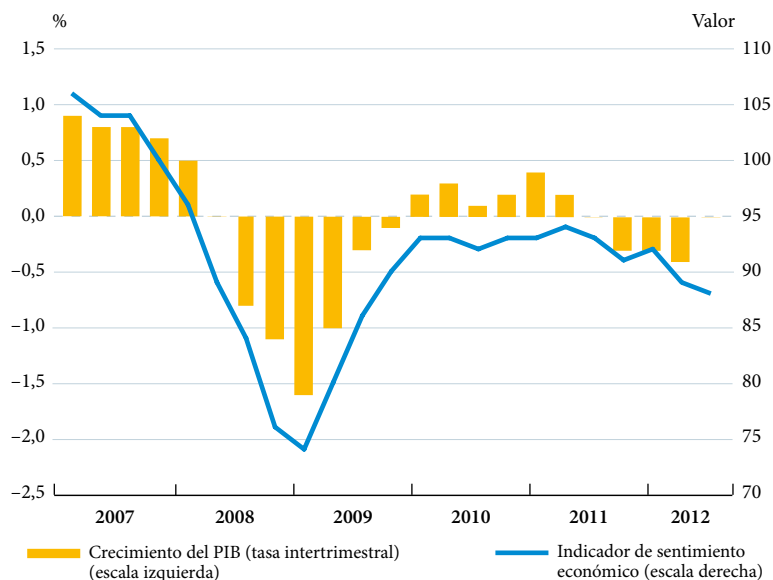
En este contexto, no es de extrañar que la actividad económica se haya continuado contrayendo durante el segundo trimestre. Concretamente, según el dato adelantado del Instituto Nacional de Estadística, el producto interior bruto (PIB) retrocedió un 0,4% respecto al trimestre anterior, enlazando así el tercer trimestre de crecimiento negativo. Esto sitúa la tasa de crecimiento interanual del PIB en el -1,0%. Todavía no se dispone del desglose por componentes, pero según estimaciones del Banco de España esta caída del PIB se debe fundamentalmente a la debilidad de la demanda interna, con una contribución de -1,2 puntos porcentuales en el segundo trimestre. En cambio, la demanda exterior neta supone una aportación positiva al PIB de 0,8 puntos porcentuales. Continúa así una tendencia iniciada en el tercer trimestre de 2008 en la que la demanda interna se contrae y la demanda externa neta se expande.

Esta evolución del sector exterior está ayudando a mejorar la balanza por cuenta corriente. Sin embargo, existen riesgos de la capacidad del motor externo para seguir mitigando la caída del PIB español. El crecimiento interanual del PIB de la eurozona ha entrado en terreno negativo en el segundo trimestre, y todo apunta a que seguirá cayendo en el tercer trimestre. En este contexto, las exportaciones españolas se podrían ver gravemente afectadas, al ser Europa el principal socio comercial. La ralentización generalizada de la economía mundial añade riesgos a la baja.

En clave interna, varios factores han contribuido a la creciente debilidad de la demanda privada. El aumento de las turbulencias financieras durante el segundo trimestre ha añadido incertidumbre a un entorno económico que era ya muy débil y ha lastrado la confianza de los agentes económicos, que están posponiendo sus decisiones de consumo e inversión.

### EL SENTIMIENTO ECONÓMICO APUNTA A UN RETROCESO DEL PIB

Crecimiento del PIB en tasa intertrimestral e índice de sentimiento económico



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Comisión Europea.

Una forma de ilustrar este aumento de la incertidumbre es observando la dispersión de opiniones sobre la evolución futura de la economía española. Así, hemos construido un índice de incertidumbre a partir de la dispersión de las previsiones de crecimiento de la economía española realizadas por un grupo de expertos y recogidas por Consensus Forecasts. Concretamente, calculamos la desviación estándar de las previsiones sobre el crecimiento a un año y la normalizamos para corregir el efecto de que a medida que transcurre el año, la incertidumbre sobre la tasa de crecimiento del año siguiente se reduce. En el gráfico siguiente se observa un aumento acentuado del índice de incertidumbre en los últimos meses.

Otro factor que incide sobre el debilitamiento del tono económico son las dificultades de las instituciones financieras españolas para obtener financiación en los mercados mayoristas. Esto ha obligado a las entidades bancarias a ser más exigentes en la concesión crédito a empresas y hoga-

res. A su vez, esto acelera el proceso de desapalancamiento de los sectores no financieros y frena el crecimiento potencial de la economía española.

Todo sugiere que en los próximos meses el consumo de los hogares continuará a la baja. El índice de confianza de los consumidores bajó hasta los -29,2 puntos en julio (-25,1 puntos en junio). Las ventas minoristas en junio registraron una caída del 4,8% interanual. Tampoco ayuda la persistente debilidad del mercado de trabajo, que ha propiciado una reducción de la renta disponible de los hogares. Además, el aumento del IVA a partir del 1 de septiembre aumentará significativamente los precios y, por consiguiente, se verá limitada la capacidad de compra de los hogares.

En el caso de las empresas, el clima económico desfavorable ha afectado de manera adversa sus decisiones de inversión. El Banco de España estima que la inversión en bienes de equipo en el segundo trimestre disminuyó un 2,2% intertrimestral, así

**El consumo privado no encuentra soportes.**

## LA CRECIENTE INCERTIDUMBRE CONTRIBUYE AL DEBILITAMIENTO DE LA ACTIVIDAD

Índice de incertidumbre



NOTA: Dispersión de las previsiones de crecimiento para la economía española a un año de Consensus Forecasts, normalizada por el valor promedio mensual. Media móvil 3 meses.

FUENTES: Consensus Forecasts y elaboración propia.



como también se estima una contracción del resto de componentes de inversión. No se espera un cambio de tendencia para los próximos meses. El índice de sentimiento económico descendió hasta los 87,7 puntos en julio, el valor más bajo desde 2009. El índice de gestores de compras (PMI) de julio se sitúa en 42,3, encadenando así 15 meses por debajo de 50 puntos, valor a partir del cual la actividad se contrae.

La caída de la demanda privada no podrá ser compensada por el consumo e inversión públicos como así había ocurrido en anteriores recesiones. Sin ir más lejos, en la recesión de 2008-2009 el sector público tuvo contribuciones positivas, aunque modestas, al crecimiento del PIB. Sin embargo, los niveles de endeudamiento del sector público dificultan que el sector público pueda servir de estímulo en esta recesión. En el primer trimestre de 2012 el consumo público tuvo una contribución negativa de -0,1 puntos porcentuales, y el Banco de

España estima que esta contribución ha sido aún más negativa en el segundo trimestre. Todavía más, debido a la magnitud del ajuste fiscal que debe realizarse para el conjunto de 2012, se espera una importante contracción del gasto e inversión públicos en el segundo semestre del año.

Las medidas anunciadas por el Gobierno en el mes de julio son un paso en la dirección correcta para lograr cumplir con los objetivos de déficit acordados con la Comisión Europea. Por un lado, se han aprobado medidas fiscales con el objetivo de aumentar los ingresos del Gobierno pero intentando minimizar las distorsiones para la actividad económica. En este sentido, se ha optado por el incremento de la imposición indirecta (aumento del IVA) y por una reducción de las cotizaciones a la Seguridad Social, que debería actuar como estímulo a la contratación de empleados. Por otro lado, se han tomado medidas de contención del gasto como el recorte en los

## INDICADORES DE DEMANDA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2010	2011	2011		2012		Julio
			III	IV	I	II	
<b>Consumo</b>							
Producción de bienes de consumo (*)	0,8	-1,0	0,7	-2,2	-3,7	-4,6	...
Importación de bienes de consumo (**)	-9,5	-2,2	1,2	0,4	-6,1	-11,3	...
Matriculaciones de automóviles	3,1	-17,7	-0,7	-5,5	-1,9	-13,7	-17,2
Crédito al consumo de bienes duraderos	-12,3	-9,9	-4,4	-10,4	-12,8	...	-
Indicador de confianza de los consumidores (***)	-20,9	-17,1	-15,8	-16,8	-24,6	-29,0	-29,2
<b>Inversión</b>							
Producción de bienes de equipo (*)	-3,3	0,8	2,6	-4,8	-10,3	-13,8	...
Importación de bienes de equipo (**)	6,5	-3,1	-1,5	-7,2	-11,5	-11,9	...
Matriculación de vehículos industriales	7,0	-6,6	5,8	-15,1	-19,1	-26,6	-21,9
<b>Comercio exterior (**)</b>							
Importaciones no energéticas	10,3	1,0	0,8	-3,1	-8,7	-8,5	...
Exportaciones	15,6	10,1	10,9	5,4	-0,3	2,7	...

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

(\*\*) En volumen.

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

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

salarios de funcionarios públicos o reducción de la prestación de desempleo a partir del sexto mes. Además, se ha anunciado un ambicioso plan plurianual de reformas estructurales y de liberalización de varios sectores económicos que hasta ahora disfrutaban de ciertas restricciones a la libre competencia. Por ejemplo, la liberalización de los horarios comerciales y de los servicios profesionales.

En el medio y largo plazo, las medidas deberían contribuir de forma positiva al crecimiento de la economía. Por un lado, la consolidación fiscal asegurará la sostenibilidad de la deuda pública española, y mejorará la confianza tanto interna como externa. Por otro lado, las reformas estructurales conseguirán mejoras de eficiencia. Sin embargo, sus efectos a corto plazo serán probablemente contractivos. El impacto de las nuevas medidas, que se concentrará en el segundo semestre de 2012, se añade a un contexto de deterioro generalizado de la economía. Ante este nuevo escenario, las perspectivas de crecimiento para 2012 y sobre todo para 2013 han sido revisadas a la baja.

En el mes de julio, el Fondo Monetario Internacional rebajó el crecimiento previsto

de la economía española en dos ocasiones. Primero en la actualización del informe sobre las perspectivas de la economía mundial del mes de julio se revisó el crecimiento de España del 0,4% al -1,5% para 2012, y del -0,7% al -0,6% para 2013. A finales de julio, tras tomar en cuenta las nuevas medidas de ajuste, se volvió a ajustar a la baja el crecimiento del PIB al -1,7% en 2012 y -1,2% en 2013.

Incluso el Gobierno español ha revisado el cuadro macroeconómico y ha rebajado la previsión de crecimiento del PIB para 2013 del 0,2% al -0,5%. En esta línea, también hemos revisado a la baja las previsiones de crecimiento del PIB español al -1,5% en 2012 y al -1,5% en 2013.

España se enfrenta a un segundo semestre decisivo para solventar la crisis de deuda. La capacidad del Gobierno para implementar con rapidez y eficacia los ajustes anunciados será un factor clave que determinará la pronta resolución de la crisis. También será determinante la capacidad de los líderes europeos de avanzar con celeridad en la unión fiscal y en la unión bancaria. Solamente entonces podremos iniciar un proceso de recuperación sostenido de la economía española.

## Revisión generalizada de las previsiones de crecimiento a la baja.

## Mercado de trabajo

**Los registros laborales se mantienen muy débiles en julio.**

### Sin tregua en el mercado de trabajo

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 en 4.896 personas, esta fue la menor subida en este mes desde que se recopila la serie. Este dato se transforma en una caída de cerca de 68.000, si se tiene en cuenta la estacionalidad. La subida fue bastante inferior a la esperada y el ritmo de caída de los afiliados empeoró tres décimas hasta el 3,4% interanual. Durante los próximos meses se espera que el empleo vuelva a caer, coincidiendo con el fin de la época estival. La contracción de la actividad económica prevista tampoco ayudará al mercado laboral. De esta for-

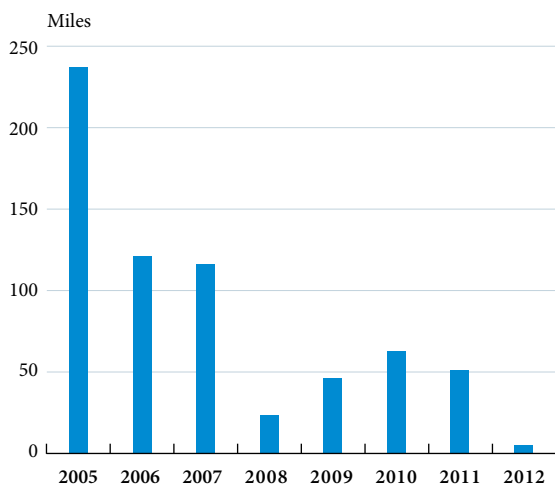
ma, el año cerrará en diciembre con un retroceso de la afiliación de al menos el 3,0% interanual.

Igualmente, el paro registrado muestra una evolución desfavorable en julio ya que, aunque bajó en 27.814 personas, hasta un total de 4.587.455, considerando efectos estacionales, el número de desempleados aumentó en 54.000, un 12,4% más que el mismo mes de 2011. A finales de 2012 la tasa de crecimiento interanual del paro registrado probablemente se sitúe cerca del 10%.

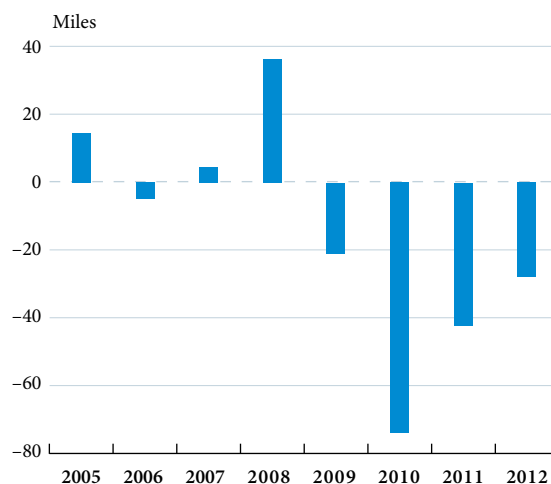
Por tanto, los datos de julio suponen un deterioro importante del mercado laboral tras un segundo trimestre que ya fue bastante negativo. En efecto, los datos de ocupación de la encuesta de población activa

### EL MERCADO LABORAL NO DA SEÑALES DE MEJORA EN EL TERCER TRIMESTRE

Variación de la afiliación a la Seguridad Social en el mes de julio de cada año



Variación de parados registrados en el mes de julio de cada año



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

## EMPLEO ESTIMADO

Segundo trimestre 2012

	Ocupados (miles)	Variación trimestral		Variación acumulada		Variación anual		% participación
		Absoluta	%	Absoluta	%	Absoluta	%	
<b>Por sectores</b>								
Agricultura	732,3	-43,9	-5,7	-76,1	-9,4	-8,9	-1,2	4,2
No agrarios	16.685,0	28,0	0,2	-314,1	-1,8	-876,8	-5,0	95,8
<i>Industria</i>	2.438,2	-21,1	-0,9	-88,1	-3,5	-139,5	-5,4	14,0
<i>Construcción</i>	1.192,9	6,2	0,5	-84,0	-6,6	-237,3	-16,6	6,8
<i>Servicios</i>	13.053,9	42,9	0,3	-142,0	-1,1	-500,0	-3,7	74,9
<b>Por empleadores</b>								
Sector privado	14.376,2	47,1	0,3	-295,2	-2,0	-709,3	-4,7	82,5
Sector público	3.041,1	-63,0	-2,0	-95,0	-3,0	-176,4	-5,5	17,5
<b>Por situación profesional</b>								
Asalariados	14.397,3	-13,9	-0,1	-431,9	-2,9	-895,1	-5,9	82,7
<i>Contrato indefinido</i>	10.990,8	4,4	0,0	-133,9	-1,2	-398,8	-3,5	63,1
<i>Contrato temporal</i>	3.406,5	-18,3	-0,5	-297,9	-8,0	-496,4	-12,7	19,6
No asalariados	3.012,4	-2,5	-0,1	43,7	1,5	10,2	0,3	17,3
<i>Empresarios empleadores</i>	924,9	15,0	1,6	21,3	2,4	-27,8	-2,9	5,3
<i>Empresarios no empleadores</i>	1.959,9	-16,9	-0,9	24,7	1,3	54,2	2,8	11,3
<i>Ayudas familiares</i>	127,6	-0,6	-0,5	-2,3	-1,8	-16,2	-11,3	0,7
Otros	7,6	0,5	7,0	-2,0	-20,8	-0,8	-9,5	0,0
<b>Por tiempo de ocupación</b>								
A tiempo completo	14.817,0	-110,2	-0,7	-532,0	-3,5	-898,0	-5,7	85,1
A tiempo parcial	2.600,3	94,3	3,8	141,8	5,8	12,3	0,5	14,9
<b>Por sexos</b>								
Varones	9.496,7	-30,6	-0,3	-308,9	-3,2	-570,1	-5,7	54,5
Mujeres	7.920,5	14,6	0,2	-81,4	-1,0	-315,7	-3,8	45,5
<b>TOTAL</b>	<b>17.417,3</b>	<b>-15,9</b>	<b>-0,1</b>	<b>-390,2</b>	<b>-2,2</b>	<b>-885,7</b>	<b>-4,8</b>	<b>100,0</b>

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

(EPA) correspondientes al segundo trimestre del año también reflejan un claro retroceso del empleo. Así pues, según la EPA, el número de ocupados disminuyó en 15.900 personas, de forma que la tasa de caída interanual de la ocupación se incrementó nueve décimas hasta el 4,8%. Ello contrasta con el incremento de 151.300 personas ocupadas durante este mismo periodo del año anterior. Tras la fuerte contracción del empleo registrado en el segundo trimestre de 2009, de 145.800 personas, este es el peor resultado desde 1992.

Por grupos, la restauración siguió aguantando con un incremento este trimestre en términos absolutos similar al del mismo periodo del año anterior. Ello confirma el buen comportamiento del sector turístico, que ayuda a contener la caída de la actividad económica. Así pues, la hostelería creó 130.000 puestos de trabajo de abril a junio de 2012. Sin embargo, este incremento fue insuficiente para neutralizar completamente la extensión de la recesión al grueso de otras ramas de actividad. En este sentido, destaca la destrucción de empleo en la administración pública, de cerca

**La EPA confirma el balance negativo del mercado laboral en el segundo trimestre de 2012.**

**La creación de empleo en la hostelería en el segundo trimestre compensa parte del mal comportamiento del resto de ramas de actividad.**

de 41.000 personas, como consecuencia del proceso de ajuste de la economía, que comporta una contracción sustancial del gasto público. En el transcurso del último año son casi 120.000 los puestos de trabajo perdidos en este grupo, frente a los 26.400 empleos creados en el conjunto de 2011.

Se observa también en los datos de la EPA un retroceso del empleo en la industria en el segundo trimestre del año, de 21.000 personas, por lo que se pone de manifiesto que los efectos recesivos están pesando de forma significativa. Asimismo, la rama del comercio también presenta un peor resultado que durante el mismo periodo del año anterior, con una pérdida de más de 44.000 puestos de trabajo.

Por su parte, según la EPA, el total de parados aumentó en 53.500, lo que supone un incremento del 17,8% interanual y eleva el total hasta los 5.693.100. Como la población activa creció, de forma un tanto inesperada, en 37.600 personas, la tasa de

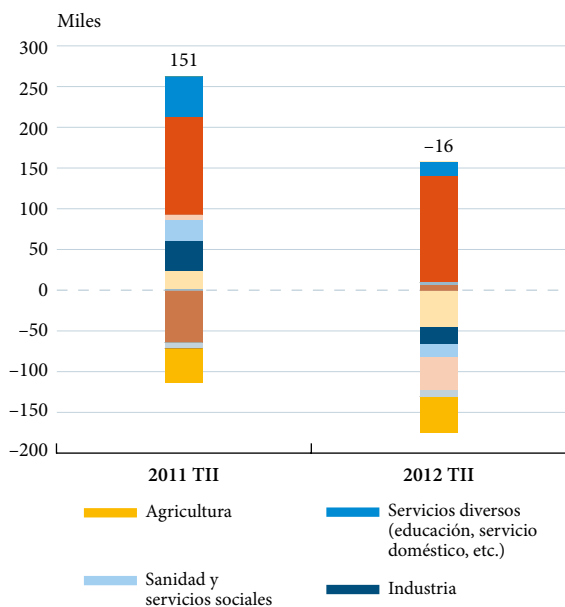
paro se incrementó casi dos décimas, hasta el 24,6%. Este porcentaje se sitúa en niveles máximos (véase gráfico siguiente). Además, dado el entorno recesivo de la economía y la crisis de la deuda que afecta profundamente a los países periféricos, las perspectivas son que la tasa de paro continúe aumentando, aunque de forma más moderada, durante el próximo año.

Un poco menos alarmista es la evolución de la tasa de empleo ya que, si bien esta ha disminuido de forma acelerada desde el inicio de la recesión, se emplaza más de cinco puntos porcentuales por encima de los mínimos registrados en crisis anteriores. Hasta cierto punto, este hecho alivia algo el dramatismo que ofrece sobre el mercado de trabajo la escalada de la tasa de paro. A pesar de que si la situación económica continúa deteriorándose la tasa de empleo podría continuar descendiendo, es muy poco probable que regrese a esos niveles históricos tan bajos.

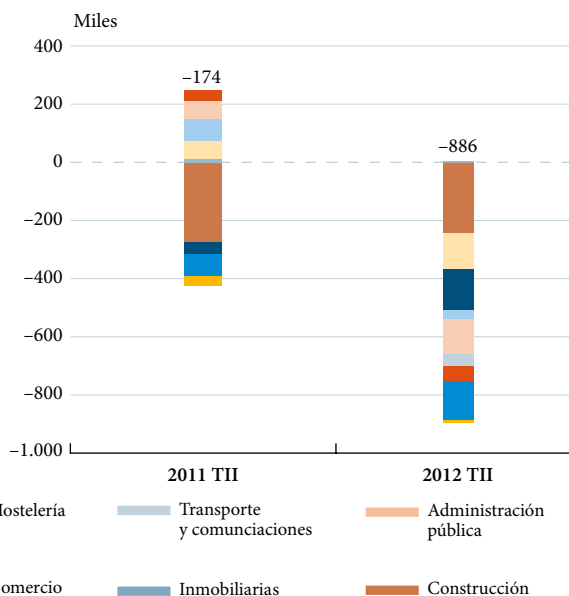
**La tasa de paro aumenta hasta el 24,6%.**

**FUERTE DESTRUCCIÓN DEL EMPLEO EN LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS**

Variación intertrimestral de la ocupación por ramas de actividad



Variación interanual de la ocupación por ramas de actividad



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

## POBLACIÓN ACTIVA, EMPLEO Y PARO POR COMUNIDADES AUTÓNOMAS

Segundo trimestre 2012

	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	4.018	51	1,3	2.655	-133	-4,8	1.363	184	15,6	33,9
Aragón	656	5	0,7	534	-4	-0,8	122	9	7,7	18,6
Asturias	484	-1	-0,1	382	-19	-4,8	102	19	22,5	21,0
Baleares	612	19	3,2	482	4	0,9	130	15	12,6	21,3
Canarias	1.119	4	0,3	748	-35	-4,5	371	39	11,7	33,1
Cantabria	277	0	-0,1	229	-7	-3,1	48	7	17,6	17,4
Castilla y León	1.184	0	0,0	950	-41	-4,1	234	41	21,1	19,8
Castilla-La Mancha	997	-6	-0,6	710	-62	-8,0	286	55	24,0	28,7
Cataluña	3.742	-84	-2,2	2.921	-215	-6,8	822	131	18,9	22,0
Comunidad Valenciana	2.493	-8	-0,3	1.817	-92	-4,8	676	84	14,2	27,1
Extremadura	492	-4	-0,8	328	-53	-14,0	164	50	43,1	33,4
Galicia	1.310	-1	-0,1	1.034	-58	-5,3	276	56	25,6	21,1
Madrid	3.410	-1	0,0	2.767	-100	-3,5	643	98	18,1	18,9
Murcia	745	10	1,4	550	-5	-0,9	195	15	8,5	26,2
Navarra	311	1	0,2	260	-11	-4,0	51	11	28,1	16,4
País Vasco	1.038	-15	-1,4	886	-44	-4,7	151	29	23,4	14,6
La Rioja	156	0	0,3	120	-9	-7,2	35	10	38,3	22,7
Ceuta y Melilla	68	4	6,9	44	-3	-6,0	24	7	43,1	35,1
<b>Total</b>	<b>23.110</b>	<b>-26</b>	<b>-0,1</b>	<b>17.417</b>	<b>-886</b>	<b>-4,8</b>	<b>5.693</b>	<b>859</b>	<b>17,8</b>	<b>24,6</b>

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

## Precios

**El IPC sube tres décimas y se sitúa en el 2,2%.**

### Presiones alcistas

La tasa interanual del índice de precios de consumo (IPC) se situó en julio en el 2,2%, tres décimas superior al registro del mes anterior. En tasa intermensual los precios se contrajeron un 0,2%, repitiendo la variación del mes de junio. Por su parte, la inflación subyacente, es decir, excluidos los alimentos frescos y la energía, aumentó una décima, hasta el 1,4%. Dentro de los grupos que tuvieron una mayor repercusión mensual positiva cabe citar la medicina, el transporte, la vivienda y el epígrafe de ocio y cultura.

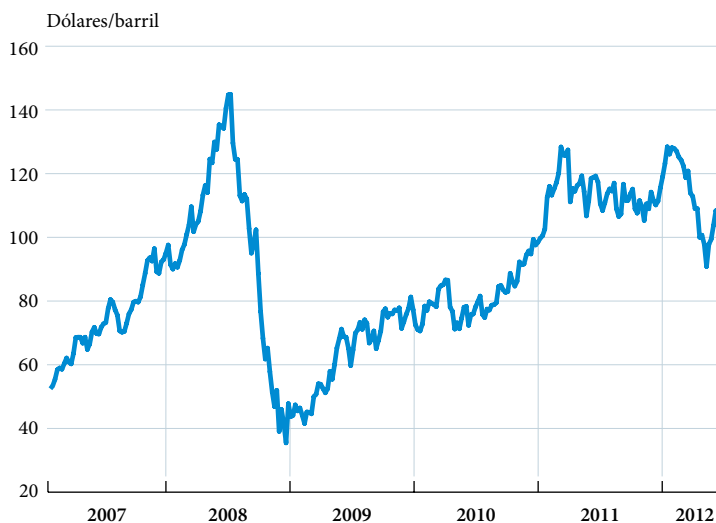
Respecto al grupo de medicina, este presentó una variación mensual del 9,7% debido principalmente a la subida de precios de los medicamentos y otros productos farmacéuticos, como consecuencia de los

cambios en las normas de copago. Aunque el peso en la cesta del IPC del grupo de medicina es de tan solo un 3,1%, el cambio en la normativa específica de su financiación ha supuesto en el mes de julio un aumento de tres décimas en la variación del IPC general. En aquellas comunidades autónomas que, adicionalmente, tenían previsto un recargo autonómico la intensidad de la subida ha sido mayor. Así por ejemplo, en Cataluña el incremento intermensual de este epígrafe ha sido del 17,6%.

La rúbrica de transporte, cuya variación anual sube nueve décimas con respecto al mes de junio, sitúa el crecimiento en el 3,8%. Esta alza se debe, principalmente, al incremento del precio de los carburantes y lubricantes. Y también, aunque con un efecto menor, por el subgrupo de transporte aéreo, que ha subido más que en julio

### EL PETRÓLEO HA REPUNTADO EN LOS ÚLTIMOS MESES

Precio del barril de petróleo de calidad Brent



FUENTE: Bloomberg.



del año pasado. Tal y como puede observarse en el gráfico anterior durante el mes de julio se ha producido un aumento del precio del petróleo que ha supuesto que transporte aportara un incremento de dos décimas en la variación del IPC del mes de julio.

Por otro lado, no debe olvidarse el grupo de vivienda, que tiene un peso del 12,0% en la cesta del consumidor tipo y que con un incremento mensual del 1,5% repercute casi dos décimas en la tasa del IPC general. La causa principal del incremento es el alza de los precios de la electricidad y del gas y, aunque en menor medida, del gasóleo para calefacción.

Hay que recordar que el incremento del precio de la electricidad tiene como objetivo reducir el déficit tarifario que ha provocado la diferencia entre lo que paga el consumidor en su factura y el coste reconocido por la compañía eléctrica. Durante las últimas décadas, se congeló la tarifa de la luz al margen del coste declarado de la energía. El aumento del precio del petróleo du-

rante los últimos años hacia una nueva media histórica está en el origen del déficit tarifario. Es decir, se está recogiendo de forma diferida en el IPC la tendencia de incremento del precio del petróleo durante las últimas décadas.

Finalmente el grupo de ocio y cultura presenta un crecimiento en tasa intermensual del 2,0% debido a la subida de los precios del viaje organizado, algo habitual en esta época del año. Esto ha supuesto una repercusión de casi dos décimas en el IPC.

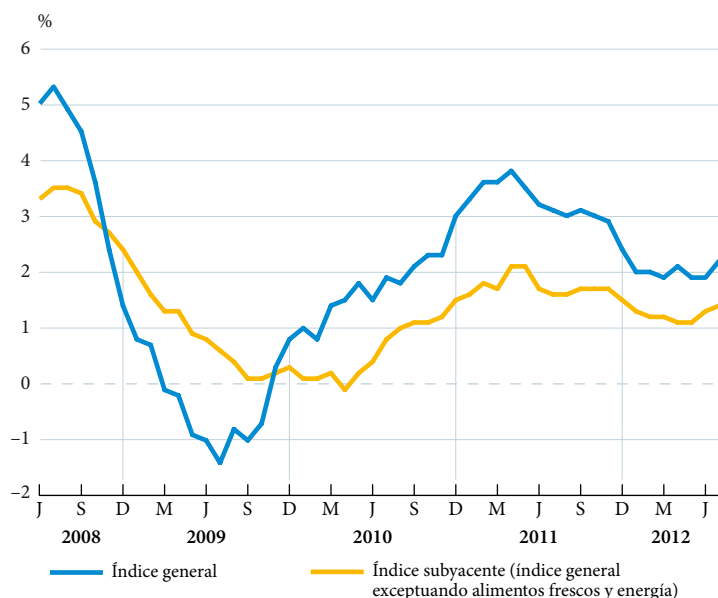
En cambio, tres grupos han tenido una repercusión negativa en el índice general que ha contrarrestado el aumento provocado en los epígrafes comentados anteriormente. El primero es el de vestido y calzado, que ha presentado una variación mensual negativa del 12,2%, recogiendo el comportamiento habitual de los precios en temporada de rebajas. El segundo grupo es el menaje, con una tasa mensual negativa del 1,1%, debido a la bajada de precios de los artículos textiles para el hogar y

**El alza del precio del petróleo y el copago farmacéutico interrumpen la tendencia a la baja de la inflación...**

**...mientras que vestido y calzado, menaje y comunicaciones contrarrestan la subida de la inflación.**

## EL COPAGO FARMACÉUTICO Y EL PETRÓLEO IMPULSAN AL ALZA LA INFLACIÓN

Variación interanual del IPC



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

## ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO POR GRUPOS DE COMPONENTES

Julio 2012

	Índices (*)	% variación mensual		% variación s/diciembre anterior		% variación anual	
		2011	2012	2011	2012	2011	2012
<b>Por clases de gasto</b>							
Alimentos y bebidas no alcohólicas	101,9	0,2	-0,2	1,1	0,8	2,4	1,8
Bebidas alcohólicas y tabaco	107,0	2,0	0,2	-0,4	4,8	5,6	9,5
Vestido y calzado	92,9	-12,0	-12,2	-14,6	-14,7	0,0	0,2
Vivienda	106,1	1,1	1,5	5,2	4,8	7,4	5,4
Menaje	100,0	-0,8	-1,1	-0,2	-1,0	1,1	0,3
Medicina	107,1	-0,1	9,7	-0,1	9,6	-0,7	6,6
Transporte	104,2	0,6	1,5	4,4	3,3	7,7	3,8
Comunicaciones	95,0	-1,0	-1,8	-1,0	-4,1	-1,2	-4,6
Ocio y cultura	101,8	2,3	2,0	1,5	0,4	-0,1	0,3
Enseñanza	102,1	0,0	0,0	0,1	0,1	2,3	2,8
Hoteles, cafés y restaurantes	101,5	0,7	0,6	2,0	1,5	1,7	0,8
Otros	101,5	-0,2	-0,2	2,0	0,8	3,0	1,4
<b>Agrupaciones</b>							
Alimentos con elaboración	102,9	0,6	0,0	1,4	1,4	3,4	3,2
Alimentos sin elaboración	101,9	0,1	-0,4	-0,1	1,1	1,6	2,0
Conjunto no alimentario	101,7	-0,8	-0,3	0,6	0,3	3,2	2,0
Bienes industriales	101,8	-2,2	-1,0	-0,6	-0,5	4,6	3,1
<i>Productos energéticos</i>	108,9	1,6	3,2	9,9	7,4	16,0	7,8
<i>Carburantes y combustibles</i>	107,5	1,8	3,1	10,0	5,7	16,5	6,3
<i>Bienes industriales sin productos energéticos</i>	98,9	-3,8	-2,9	-4,4	-3,8	0,4	1,0
Servicios	101,6	0,6	0,5	1,7	1,0	1,7	1,0
Inflación subyacente (**)	100,9	-0,9	-0,7	-0,5	-0,5	1,6	1,4
<b>ÍNDICE GENERAL</b>	<b>101,9</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,7</b>	<b>0,5</b>	<b>3,1</b>	<b>2,2</b>

NOTAS: (\*) Base 2011 = 100.

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

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

### El incremento del IVA supone un riesgo alcista en el IPC.

los muebles. Finalmente, comunicaciones, con una caída mensual del 1,8% que se explica, sobre todo, por la disminución de los precios de los servicios telefónicos.

De cara a los próximos meses, el mayor impacto se producirá por la reforma del impuesto de valor añadido (IVA) que entra en vigor el 1 de septiembre. Resumiendo, se ha producido un incremento del IVA del tipo reducido del 8% al 10% y del 18% al 21% en el tipo general. Adicionalmente, se han reclasificado algunos pro-

ductos y servicios que de aplicárseles el tipo reducido han saltado al tipo general. Si se traslada este incremento íntegramente al consumidor y se asume la hipótesis de que no se produzcan bajadas de consumo, el impacto sería algo más de dos puntos porcentuales.

Un elemento de comparación interesante sería suponer una traslación al consumidor que replicara la subida del IVA realizada en julio de 2010, en este caso el impacto sería aproximadamente de unas ocho décimas.

Aunque hay una salvedad con respecto a la subida del IVA de 2010, pues el anuncio antes de la aplicación se realizó con mucha antelación, con lo que las empresas pudieron adelantar el traslado de precios.

Estos dos cálculos nos permiten tener unas estimaciones del posible rango del impacto de la subida del IVA en el índice de precios al consumo.

Es muy difícil anticipar cuál será el efecto final, debido a que el gasto de las familias no será inmune al alza de precios provocada por esta medida fiscal. Por otra parte, aunque a las empresas les gustaría repercutir toda la subida al consumidor, la debilidad económica actual les impide hacerlo bajo el riesgo de perder cuota de mercado frente a sus competidores. Aunque ciertamente, algunos sectores empresariales han visto como su deterioro de márgenes les impide asumir una caída adicional. En otras palabras, las empresas se enfrentan a una situación complicada en su política de precios.

De todas maneras, y a pesar de la incertidumbre sobre el resultado final que tendrá

esta medida, la prudencia nos obliga a recoger este efecto y revisar nuestras previsiones de inflación para el conjunto de este año que incrementamos del 1,8% hasta el 2,2%. Pues es probable que en los meses de octubre y noviembre la inflación interanual en España se acerque a registros cercanos al 3,0%. Este «escalón» supondrá que la inflación, que durante este año ha estado centrada aproximadamente sobre el nivel del 2%, permanezca un punto porcentual por encima hasta que se vaya corrigiendo el efecto de la subida impositiva en el IPC por el transcurrir del tiempo.

Evidentemente, si finalmente se confirma esta previsión supondría la creación de dos efectos negativos para la economía española. En primer lugar, una mayor inflación implica un deterioro de la renta disponible de las familias en un entorno en el que los salarios no podrán crecer al mismo ritmo. En segundo término, la inflación española sería superior a la europea y supondría una pérdida de competitividad. En ambos casos sería un efecto temporal y asumible, pero las consecuencias no serían positivas.

**Aumentamos la previsión de inflación de este año del 1,8% al 2,2%.**

## ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO

	2011			2012		
	% variación mensual	% variación s/diciembre 2010	% variación anual	% variación mensual	% variación s/diciembre 2011	% variación anual
Enero	-0,7	-0,7	3,3	-1,1	-1,1	2,0
Febrero	0,1	-0,6	3,6	0,1	-1,0	2,0
Marzo	0,7	0,1	3,6	0,7	-0,3	1,9
Abril	1,3	1,4	3,8	1,4	1,1	2,1
Mayo	0,0	1,3	3,5	-0,1	0,9	1,9
Junio	-0,1	1,2	3,2	-0,2	0,7	1,9
Julio	-0,5	0,7	3,1	-0,2	0,5	2,2
Agosto	0,1	0,8	3,0			
Septiembre	0,2	1,0	3,1			
Octubre	0,8	1,8	3,0			
Noviembre	0,4	2,2	2,9			
Diciembre	0,1	2,4	2,4			

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

## Sector exterior

### El comercio extracomunitario mantiene la mejora del saldo comercial

Por aportación se explica por la reducción de las importaciones y la ligera recuperación de las exportaciones.

**La demanda externa contribuye en 8 décimas al crecimiento del segundo trimestre.**

El buen comportamiento del sector exterior volvió a evitar un mayor desplome de la economía española en el segundo trimestre de 2012. Según estimaciones del Banco de España, la contribución de la demanda externa al crecimiento intertrimestral del producto interior bruto (PIB) fue de 0,8 puntos porcentuales, 6 décimas más que en el trimestre anterior. Esta ma-

En este contexto, el déficit comercial acumulado durante los últimos doce meses se redujo, en junio, hasta en el 3,8% del PIB, cerca de 6 puntos porcentuales por debajo del máximo alcanzado en 2008. Destaca la intensa corrección del componente no energético en este periodo que, por primera vez desde 1986, recuperó el terreno positivo y se situó en los 3.321 millones de

## COMERCIO EXTERIOR

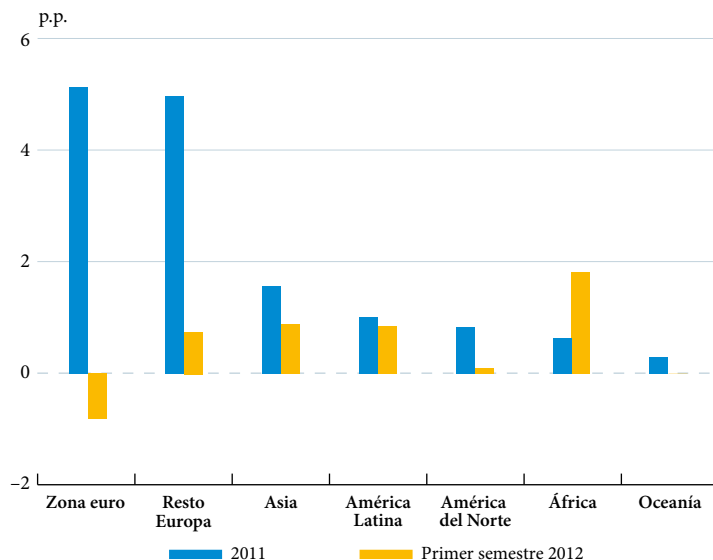
Enero-junio 2012

	Importaciones			Exportaciones			Saldo	Tasa de cobertura (%)
	Millones de euros	% variación anual en valor	% participación	Millones de euros	% variación anual en valor	% participación	Millones de euros	
<b>Por grupos de productos</b>								
Energéticos	31.372	13,9	24,4	7.072	11,8	6,4	-24.300	22,5
Bienes de consumo	27.828	-5,2	21,6	35.618	1,2	32,4	7.791	128,0
<i>Alimenticios</i>	7.654	-0,1	6,0	14.294	9,0	13,0	6.640	186,8
<i>No alimenticios</i>	20.174	-7,0	15,7	21.324	-3,5	19,4	1.150	105,7
Bienes de capital	7.628	-10,2	5,9	9.061	-2,4	8,2	1.434	118,8
Bienes intermedios no energéticos	61.789	-5,0	48,0	58.223	4,8	52,9	-3.566	94,2
<b>Por áreas geográficas</b>								
Unión Europea	65.025	-5,9	50,6	70.565	-0,2	64,2	5.540	108,5
<i>Zona del euro</i>	52.457	-6,5	40,8	55.978	-1,5	50,9	3.521	106,7
Otros países	63.590	3,7	49,4	39.409	10,5	35,8	-24.181	62,0
<i>Rusia</i>	3.970	-16,6	3,1	1.392	19,9	1,3	-2.578	35,1
<i>EE. UU.</i>	5.098	-3,7	4,0	4.285	1,0	3,9	-813	84,1
<i>Japón</i>	1.574	-5,1	1,2	1.039	18,3	0,9	-535	66,0
<i>América Latina</i>	11.162	35,9	8,7	6.880	15,1	6,3	-4.283	61,6
<i>OPEP</i>	15.868	18,9	12,3	5.178	30,8	4,7	-10.690	32,6
<i>Resto</i>	25.919	-7,6	20,2	20.636	6,1	18,8	-5.283	79,6
<b>TOTAL</b>	<b>128.616</b>	<b>-1,4</b>	<b>100,0</b>	<b>109.974</b>	<b>3,4</b>	<b>100,0</b>	<b>-18.642</b>	<b>85,5</b>

FUENTES: Ministerio de Economía y elaboración propia.

## LA DEBILIDAD DE LA ECONOMÍA EUROPEA LASTRA EL CRECIMIENTO DE LAS EXPORTACIONES

Contribución a la variación interanual de las exportaciones nominales



FUENTE: Departamento de Aduanas.

euros. Las ganancias de competitividad de la economía española y la débil demanda interna son los principales factores que han permitido este ajuste.

En efecto, los distintos indicadores de competitividad han mostrado una clara mejora a lo largo de los últimos años. Así, por ejemplo, los costes laborales unitarios españoles se han reducido un 13,3% más que en el resto de países desarrollados desde 2008. Esta tendencia se ha visto reforzada, más recientemente, por la pérdida de valor del euro frente al resto de divisas internacionales. Ello mantuvo el buen pulso de las exportaciones españolas en junio, que crecieron un 5,1% interanual a pesar de la debilidad de la economía mundial y, más concretamente, de los países de la zona del euro. De hecho, las exportaciones acumuladas durante el primer semestre a los países miembros de la Unión Monetaria, principal destino de los productos españoles, se redujeron un 1,5% respecto al mismo periodo del año anterior. Un comportamiento que contrasta significa-

tivamente con el intenso crecimiento registrado en otras regiones como América Latina, Asia y África, del 15,1%, el 18,1% y el 26,9% respectivamente.

Como muestra el gráfico anterior, aunque el peso del comercio con estas tres regiones es relativamente reducido, su elevada demanda en el primer semestre de 2012 las convirtió en el principal motor de las ventas españolas al exterior. Concretamente, su contribución conjunta alcanzó los 3,5 puntos porcentuales en este periodo. Este crecimiento fue lastrado parcialmente por la aportación negativa de las exportaciones a la zona del euro, de 8 décimas. Un comportamiento que contrasta con el del año pasado, cuando la contribución fue de 5,1 puntos porcentuales.

Por el lado de las importaciones, la debilidad de la demanda interna es el otro factor que favorece la corrección gradual del desequilibrio exterior. Así, en el mes de junio, las importaciones se redujeron por sexto mes consecutivo, con una caída del 1,4%

**Las exportaciones a la zona del euro caen un 1,5% interanual durante el primer semestre de 2012.**

**La debilidad de la demanda interna mantiene la contracción de las importaciones.**

**La entrada de turistas extranjeros repunta durante los meses de verano.**

interanual. La fuerte reducción de las importaciones no energéticas, concretamente de automóviles y de bienes de equipo fueron las principales causas.

Esperamos que estos factores de fondo en la corrección del déficit comercial se mantengan a corto y medio plazo. Ello se verá, a su vez, reforzado por nuevos aumentos del superávit de la balanza de servicios cuya cifra, en mayo, repuntó hasta los 36.478 millones de euros. Los positivos datos de turismo publicados recientemente se alinean con esta previsión. En efecto, tras una puntual reducción en abril, el número de turistas extranjeros creció significativamente durante los tres meses siguientes. Concretamente, en julio, el número de visitantes extranjeros aumentó un 4,4% interanual, hasta los 7,7 millones de visi-

tantes, una cifra jamás registrada anteriormente.

Ante esta tesitura, preveemos que el déficit corriente español acelere su senda de corrección el próximo año, hasta situarse en el 0,7% del PIB en 2013. Una cifra que, en caso de alcanzarse, significaría un ajuste del déficit corriente de prácticamente 10 puntos porcentuales desde el máximo registrado en 2008.

Pero esta mejora podría verse debilitada por un deterioro de la balanza de rentas mayor al esperado. En mayo, su déficit acumulado durante los últimos doce meses se situaba en 25.630 millones de euros. A pesar de que ha encadenado tres meses consecutivos a la baja, gracias al descenso del pago de intereses, las tensiones en los

## BALANZA DE PAGOS

Mayo 2012

	Acumulado año		Doce últimos meses		
	Saldo en millones de euros	% variac. anual	Saldo en millones de euros	Variación anual	
				Absoluta	%
<b>Balanza corriente</b>					
Balanza comercial	-13.357	-23,8	-35.548	9.876	-21,7
Servicios					
<i>Turismo</i>	9.817	0,5	30.655	2.463	8,7
<i>Otros servicios</i>	2.185	-	5.824	5.001	-
Total	12.001	22,9	36.478	7.464	25,7
Rentas	-9.881	-4,6	-25.630	-3.296	14,8
Transferencias	-5.641	10,2	-6.426	648	-9,2
<b>Total</b>	<b>-16.877</b>	<b>-27,4</b>	<b>-31.125</b>	<b>14.692</b>	<b>-32,1</b>
<b>Cuenta de capital</b>	<b>1.702</b>	<b>-31,0</b>	<b>4.724</b>	<b>-544</b>	<b>-10,3</b>
<b>Balanza financiera</b>					
Inversiones directas	6.709	-	10.403	22.965	-
Inversiones de cartera	-65.545	-	-97.387	-146.892	-
Otras inversiones	-104.350	-	-164.193	-180.953	-
<b>Total</b>	<b>-163.186</b>	<b>-</b>	<b>-251.177</b>	<b>-304.879</b>	<b>-</b>
Errores y omisiones	1.748	-59,7	-6.337	-11.689	-
Variación de activos del Banco de España	176.613	-	283.916	302.421	-

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.

mercados de deuda soberana europeos en verano anticipan nuevos deterioros del saldo de rentas.

De hecho, estas turbulencias han modificado sobremanera las fuentes de financiación exterior de la economía española. Como se observa en la cuenta financiera,

el recurso al Eurosistema se convirtió en la principal vía de entrada neta de capitales en mayo, con un aumento de 26.759 millones de euros respecto al mes anterior. Ello ha substituido la entrada de capitales a través de otras vías tradicionalmente más importantes, como la inversión en cartera o las inversiones a corto plazo.

**Se espera que el déficit de rentas aumente durante la segunda mitad del año.**



## Sector público

### Un nuevo plan de ajuste bajo la sombra del rescate

El esfuerzo de las administraciones públicas durante el primer semestre del año no ha bastado para corregir el desequilibrio fiscal español. El contexto económico adverso y el elevado coste de financiación han dificultado la consolidación de las cuentas públicas. Como consecuencia, los ministros de Economía y Finanzas de los 27 países de la Unión Europea (ECOFIN) acordaron, el pasado 10 de julio, suavizar la senda de corrección del déficit español fijada en el Programa de Estabilidad. Concretamente, elevaron en un punto porcentual el objetivo de déficit para 2012, situándolo en el 6,3% del producto interior bruto (PIB), y extendieron hasta 2014 el plazo para reducir el déficit por debajo del 3,0% del PIB.

Como contrapartida, el ejecutivo ha aprobado un amplio paquete de ajustes para asegurar el cumplimiento del nuevo compromiso fiscal. Destaca el aumento de la imposición indirecta. El tipo reducido y el normal del impuesto sobre el valor añadido (IVA) suben, a partir del 1 de septiembre, en 2 y 3 puntos porcentuales respectivamente, hasta el 10% y el 21%. Según las estimaciones del Gobierno, este incremento, y la reclasificación de un amplio grupo de productos del tipo reducido al normal, reportará 2.300 millones de euros durante los últimos cuatro meses de 2012 y alrededor de 10.000 millones de euros en cada uno de los dos ejercicios siguientes.

Asimismo, el aumento de los impuestos especiales, principalmente sobre los hidrocarburos, la modificación del impuesto de sociedades y la eliminación de la desgrava-

ción fiscal por la compra de vivienda a partir de 2013 también incrementarán los ingresos. Por lo que respecta al gasto público, las medidas de ajuste afectan a los salarios públicos, con la eliminación de la paga extraordinaria de diciembre, y reducen las ayudas a la dependencia, las políticas de empleo y la prestación por desempleo a partir del sexto mes. También se racionaliza el gasto en las distintas administraciones públicas.

Según el plan presupuestario presentado a la Comisión Europea el pasado 3 de agosto, el conjunto de estas nuevas medidas significarán un ahorro acumulado de 102.149 millones de euros entre 2012 y 2014. De estos, 13.118 millones corresponden al ejercicio actual. En caso de lograrse dicho ajuste, el déficit público se acercaría a los nuevos objetivos fijados para el ejercicio actual y los dos próximos, respectivamente del 6,3%, el 4,5% y el 2,8% del PIB.

Sin embargo, la consecución de estos ajustes no se perfila fácil para 2012. En efecto, los datos de contabilidad nacional muestran que el déficit del Estado acumulado durante el primer semestre del año alcanzó el 4,0% del PIB frente al 2,6% del año anterior. Si excluimos los anticipos de las transferencias realizadas a otras administraciones públicas, esta cifra se reduce hasta el 2,8% del PIB. El nulo ajuste responde al desplome de los ingresos indirectos y al aumento del pago de intereses que neutralizó los recortes realizados en materia de consumo e inversión pública. A pesar de ello, la revisión al alza del objetivo de déficit del Estado para 2012 en un punto porcentual, hasta el 4,5%, permite ser optimistas respecto a su cumplimiento.

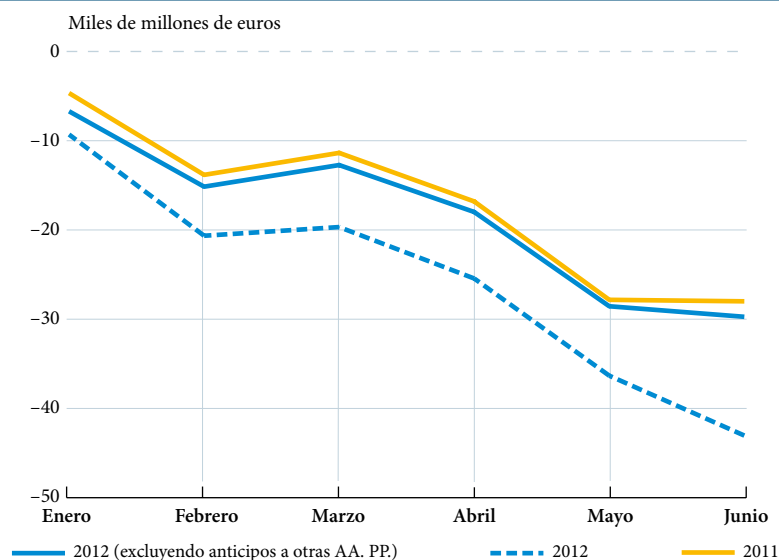
**El ECOFIN aumenta el objetivo de déficit de 2012 hasta el 6,3% del PIB.**

**El Gobierno aprueba nuevas medidas de ajuste fiscal...**

**...y estima el ahorro acumulado en 102.149 millones de euros hasta 2014.**

## EL DÉFICIT DEL ESTADO NO SE REDUCE EN EL PRIMER SEMESTRE

Saldo presupuestario acumulado



FUENTE: IGAE.

Esta empresa parece más complicada en el caso de la Seguridad Social y de las comunidades autónomas (CC. AA.). De hecho, sobre estas últimas recae la mayor parte del ajuste del déficit este año. Concretamente, 1,9 puntos porcentuales de los 2,6 de corrección del conjunto de las administraciones. La publicación de los datos de ejecución presupuestaria de las CC. AA. en el segundo trimestre será clave para predecir el alcance del ajuste en 2012.

En este respecto, las últimas noticias no son halagüeñas. El déficit y los elevados vencimientos de deuda están socavando la liquidez de algunas CC. AA. Ante su dificultad de captar financiación externa, el Gobierno ha decidido crear, en septiembre, un fondo dotado con 18.000 millones de euros para aliviar las tensiones de liquidez de las comunidades. Estas ayudas irán acompañadas de condiciones financieras estrictas.

Pero las CC. AA. no son las únicas que se enfrentan a estos problemas de liquidez. Así, los elevados vencimientos del Estado, especialmente los más de 31.000 millones

de euros de octubre, elevan las dudas sobre la salud de las cuentas públicas. Como consecuencia, el tipo de interés exigido a la deuda pública española se mantiene elevado. La rentabilidad de los bonos a 10 años, esta supera en 470 puntos básicos a la de sus homólogos alemanes. Este elevado coste de financiación supone un lastre para la consolidación fiscal, especialmente ante el progresivo aumento de la deuda pública, que en marzo de 2012 alcanzaba el 72,1% del PIB. Según el reciente informe del Fondo Monetario Internacional sobre la economía española, el endeudamiento público se situará alrededor del 95% del PIB en 2014.

Ante este contexto, cada vez son más las opiniones que consideran inevitable algún tipo de ayuda europea que permita cubrir parcialmente las necesidades de financiación pública española. Una fórmula consensuada entre el Gobierno y los organismos europeos permitiría aliviar las tensiones de liquidez de las administraciones, reducir el coste de la deuda española y avanzar en el proceso de consolidación fiscal.

**Se crea un fondo para dotar de liquidez a las comunidades autónomas.**

**El FMI prevé que la deuda pública se aproxime al 95% del PIB en 2014.**

## Ahorro y financiación

### Recta final de la reforma del sector bancario español

La reforma del sistema bancario español que se inició hace ya más de dos años parece que llegará a su última etapa este otoño. El pasado 9 de julio el Gobierno español solicitó ayuda a los fondos de rescate europeos por un importe máximo de 100.000 millones de euros para reformar el sistema financiero. El Memorando de Acuerdo (MoU) firmado el 20 de julio detalla el acuerdo para la asistencia financiera, que impone condiciones estrictas y un calendario muy exigente para la recepción de esta ayuda.

El proceso de reestructuración del sector bancario español se ha iniciado con un proceso de valoración independiente de las carteras de las entidades españolas. En junio conocimos los resultados de las pruebas de resistencia agregadas (*top down*) que en un escenario económico adverso oscilarían entre los 51.000 y los 62.000 millones de euros. Actualmente, se están realizando las pruebas de resistencia desagregadas (*bottom up*) cuyos resultados se conocerán en la segunda quincena de septiembre. Estos determinarán las necesidades de capital específicas de cada entidad.

El protocolo del MoU establece ejecutar la ayuda a las entidades españolas por grupos. El primer grupo incluye aquellas entidades cuya propiedad ya es del FROB. El Grupo 2 estará formado por entidades con necesidades de capital reconocidas en los test de estrés pero sin capacidad de captar el capital de forma privada, con lo que necesitarán ayuda pública. El tercero estará formado por entidades con necesidad

de capital pero que tienen planes de recapitalización creíbles y con el propósito de conseguir el capital necesario de manera privada. Finalmente, las entidades en las que no se han identificado necesidades de capital conformarán el Grupo 0.

En función de las necesidades de ayuda pública se define un calendario preciso para el proceso de recapitalización de los bancos viables y resolución ordenada de bancos no viables de cada grupo. Así, la Comisión Europea aprobará los planes de reestructuración y resolución de los bancos del Grupo 1 en noviembre, mientras que los del Grupo 3 disponen hasta junio de 2013 para conseguir el capital de forma privada o bien recibir el capital estatal obligatorio.

El MoU establece dos condiciones fundamentales. En primer lugar, los costes de reestructuración deben ser asumidos hasta donde sea posible por las propias entidades. Esto implica que aquellas entidades que reciban ayudas públicas deben asignar primero las pérdidas a los accionistas y luego también se requerirá que participen en la asunción de pérdidas a los tenedores de instrumentos híbridos de capital y de deuda subordinada. Esto es lo que se denomina Acuerdo de Reestructuración de Pasivos.

En segundo lugar, establece que los activos problemáticos de las entidades que reciban ayudas deben segregarse de sus balances y transferirse a una sociedad de gestión de activos (SGA), el denominado «banco malo». La clave está en determinar el valor de transferencia de estos activos, pues esto determina las pérdidas que deben ser re-

**En el MoU se fijan las condiciones y contrapartidas del rescate a la banca.**

**En septiembre conoceremos las necesidades de capital de cada entidad.**

## LOS BANCOS ESPAÑOLES AUMENTAN SU DEPENDENCIA DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

Préstamos netos del BCE a entidades españolas



FUENTE: Banco de España.

conocidas por las entidades en el momento de la segregación.

Ante la incertidumbre de las necesidades de capital de los bancos españoles y a la espera de la reforma, el acceso a los mercados mayoristas por parte de los bancos españoles se ha visto limitado solamente a los vencimientos de más corto plazo. Así, los bancos españoles han incrementado su dependencia de los préstamos del BCE (véase gráfico anterior). Los préstamos netos del BCE a bancos españoles alcanzaron en el mes de julio un total de 375.000 millones de euros, lo que supone más de la mitad del total de préstamos netos del BCE al conjunto del Eurosistema. Esto indica que el recurso al BCE está siendo utilizado cada vez más para sustituir la falta de acceso a los mercados.

Tampoco ayuda el aumento de los créditos de dudoso cobro en el balance de los bancos españoles. La tasa de morosidad alcanzó en junio el 9,42%, por encima del anterior máximo histórico del 9,15% de febrero de 1994.

Ante esta situación de deterioro del sistema bancario, junto con un retroceso de la actividad económica española, no es de extrañar que el crédito bancario al sector privado retrocediera un 4,1% interanual en junio. Esto supone una caída acumulada en 2012 de 39.000 millones de euros.

De acuerdo con la encuesta de préstamos bancarios del segundo trimestre, esta caída responde fundamentalmente a factores de demanda. Así, entre abril y junio de 2012 se redujo significativamente el número de peticiones de créditos tanto por parte de empresas no financieras como hogares. Se espera que el crédito al sector privado va a continuar contrayéndose en los próximos trimestres, continuando así el proceso de desapalancamiento de los hogares y empresas no financieras.

Durante el mes de junio, el endeudamiento de los hogares se redujo un 3,0% interanual, mientras que el endeudamiento de las empresas no financieras se redujo un 2,2% en junio respecto al mismo mes de 2011. Para las empresas no financieras se

**Los bancos españoles recurren a los préstamos del BCE y su cuota sobre el total del Eurosistema supera el 50%.**

**La morosidad, en valores máximos.**

**El crédito al sector privado se contrae un 4,1% en junio.**

## FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS (1)

Junio 2012

	Saldo	Variación año actual	Variación 12 meses	% participación
	Millones de euros	Millones de euros	% (2)	
Sector privado	2.088.279	-38.095	-2,5	72,2
Empresas no financieras	1.230.783	-24.631	-2,2	42,5
<i>Préstamos de entidades residentes (3)</i>	813.214	-27.673	-5,0	28,1
<i>Valores distintos de acciones</i>	68.884	3.768	9,1	2,4
<i>Préstamos del exterior</i>	348.686	-726	2,6	12,1
Hogares (4)	857.496	-13.465	-3,0	29,6
<i>Préstamos para la vivienda (3)</i>	653.974	-12.892	-2,9	22,6
<i>Otros (3)</i>	200.432	-633	-3,3	6,9
<i>Préstamos del exterior</i>	3.089	61	4,6	0,1
Administraciones públicas (5)	805.204	70.243	13,7	27,8
<b>TOTAL</b>	<b>2.893.483</b>	<b>32.148</b>	<b>1,6</b>	<b>100,0</b>

NOTAS: (1) Residentes en España.

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

(3) Incluyen préstamos titulizados fuera del balance bancario.

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

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

### La caída de la renta disponible de los hogares arrastra la tasa de ahorro.

observa cierta sustitución de los préstamos bancarios, que se reducen un 5% interanual, por otro tipo de deuda como puede ser la emisión de bonos. Así, los valores distintos de acciones aumentaron un 9,1% interanual. De todos modos, cabe destacar que la mayoría de empresas españolas son pequeñas y medianas, y por lo tanto el grado en que pueden sustituir la falta de crédito bancario es muy limitado.

Por lo que se refiere a los depósitos, observamos un cambio significativo en la preferencia por depósitos a la vista (+1,8% interanual) en detrimento de depósitos a largo plazo (-8,9% interanual). Probablemente esto refleja la mayor necesidad de liquidez de los hogares debido a los efectos de la crisis económica. Según los datos de las cuentas no financieras del INE, en el primer trimestre de 2012 la renta disponible de los hogares disminuyó un 1,3% en tasa

interanual, lo que supone 2.195 millones de euros menos respecto al año anterior. Al mismo tiempo, el ahorro de los hogares alcanzó un valor negativo de 911 millones de euros en el primer trimestre de 2012, con lo que la tasa de ahorro en media móvil de cuatro trimestres se sitúa en el 10,8% de la renta disponible, muy lejos del máximo de 18,5% del cuarto trimestre de 2009.

En resumen, este mes de septiembre se plantea crucial para la reforma del sector bancario español. Muchas son las tareas sobre la mesa: completar los test de estrés externos, determinar las necesidades de capitalización, creación de un banco malo, etc. En la medida que las entidades financieras vayan mejorando su situación de capitalización y liquidez, esperamos que el sector bancario vuelva paulatinamente a funcionar con normalidad y el crédito vuelva a fluir a la economía real.

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

Junio 2012

	Saldo	Variación año actual		Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%	
A la vista	275.881	6.170	2,3	4.877	1,8	20,7
De ahorro	205.806	2.857	1,4	-2.478	-1,2	15,5
A plazo	665.724	-32.012	-4,6	-64.984	-8,9	50,0
En moneda extranjera	16.488	-1.230	-6,9	-4.002	-19,5	1,2
<b>Total depósitos</b>	<b>1.163.899</b>	<b>-24.216</b>	<b>-2,0</b>	<b>-66.588</b>	<b>-5,4</b>	<b>87,4</b>
<b>Resto del pasivo (*)</b>	<b>167.925</b>	<b>-17.039</b>	<b>-9,2</b>	<b>-27.309</b>	<b>-14,0</b>	<b>12,6</b>
<b>TOTAL</b>	<b>1.331.824</b>	<b>-41.255</b>	<b>-3,0</b>	<b>-93.897</b>	<b>-6,6</b>	<b>100,0</b>

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

## Hacia un régimen de supervisión bancaria supranacional

En muy poco tiempo, la creación de un sistema de supervisión bancaria a nivel europeo se ha convertido en una de las principales prioridades de la agenda política. Rapidez en su diseño e implementación parece ahora imprescindible para solucionar definitivamente la crisis de deuda soberana. ¿Por qué tanta premura? Y, sobre todo: ¿cuáles son los factores que determinarán el éxito o el fracaso del nuevo modelo de supervisión?

Después de 10 años de moneda única, el sector bancario europeo continúa fragmentado. La creación del euro impulsó la integración de los mercados de capitales, pero el mantenimiento de la supervisión bancaria a nivel nacional, entre otros factores, ha impedido que esta tendencia también se diera a nivel bancario. En este sentido, la creación de una autoridad supervisora supranacional permitiría avanzar en el proceso de integración, ya que pondría a todas las entidades financieras europeas en el mismo nivel y, además, fortalecería la independencia de la supervisión. Por suerte o por desgracia, la crisis que atravesamos está precipitando los acontecimientos. En efecto, la urgencia actual para la adopción del supervisor europeo se debe a la necesidad de romper el vínculo existente entre riesgo bancario y soberano. Para lograr tal objetivo, los bancos con problemas deben poder ser recapitalizados directamente por los fondos de rescate europeos sin que ello afecte al nivel de deuda pública del país. Sin embargo, la percepción de soporte financiero siempre conlleva condicionalidad y la cesión de control. En este contexto nace la necesidad de un mecanismo supranacional con autoridad para supervisar los bancos potencialmente beneficiarios de tal soporte financiero. Este supervisor supranacional dispondría de información actualizada sobre la situación financiera de las entidades y, además, estaría facultado para imponer medidas correctoras que aseguran la solvencia de los bancos sin atender a consideraciones nacionales individuales.

Debe tenerse en cuenta que, además de una regulación unificada y una supervisión centralizada, la completa ruptura del vínculo desestabilizador entre riesgo bancario y riesgo soberano exige la adopción de mecanismos centralizados eficaces de prevención y gestión de las crisis bancarias. En otros términos, la unión bancaria necesita también de un sistema de garantía de depósitos integrado y un esquema común de resolución de crisis, aspectos que se tratan en otros recuadros de este Informe.

A pesar del consenso existente sobre la necesidad de avanzar hacia una supervisión bancaria común, aún quedan por definir los grandes rasgos de tal iniciativa. El diseño institucional del supervisor europeo tendrá una importancia capital para asegurar su eficacia.

La primera cuestión que se plantea es sobre qué institución debe recaer la tarea de supervisión. La práctica más habitual es que el banco central asuma este rol, para así aprovechar las sinergias generadas entre la supervisión del sector bancario, la preservación de la estabilidad financiera y la política monetaria. En este sentido, el BCE se erige como el candidato natural para asumir estas nuevas competencias.

La experiencia reciente muestra que las ganancias derivadas de tener la función de supervisión integrada en el banco central son especialmente relevantes en épocas de turbulencias financieras. Así por ejemplo, la actuación proactiva de la Reserva Federal de Estados Unidos tras los eventos de otoño de 2008 se atribuye en parte a su doble función de supervisor y autoridad monetaria. El rol de supervisor proporciona información actualizada y fiable sobre las instituciones financieras, en especial sobre el valor de los activos y sus pérdidas potenciales. Esto permite, por un lado, que el banco central pueda evaluar la solvencia y liquidez de las instituciones financieras y así desarrollar mejor su función de prestamista de última instancia. Por otro lado, el banco central puede evaluar el nivel de estrés de los bancos, lo que es esencial para la efectividad de la política monetaria.

Sin embargo, hay una corriente de opinión contraria a otorgar la función de supervisión al BCE debido a la preocupación por preservar la independencia de esta institución, y por la posibilidad de conflictos entre los objetivos de la política monetaria y la vigilancia del sistema bancario. Por ejemplo, las decisiones de política monetaria podrían verse condicionadas por errores de supervisión o problemas de estabilidad financiera.

La alternativa sería ampliar las competencias de supervisión de la Autoridad Bancaria Europea (EBA, por sus siglas en inglés), que fue creada en enero de 2011 y tiene su sede en Londres. Actualmente, las competencias de la EBA sobre supervisión bancaria son limitadas, ya que su papel se centra en la coordinación de la supervisión entre países de la Unión Europea. Para aprovechar las sinergias con la política monetaria antes mencionadas, la EBA debería estar vinculada institucionalmente con el BCE, siguiendo por ejemplo el nuevo modelo de supervisión de la Prudential Regulation Authority (PRA) del Banco de Inglaterra.

Una segunda cuestión, tampoco sencilla, es la definición del alcance de las responsabilidades que debería asumir el nuevo supervisor supranacional. Una opción similar al rol que desempeña actualmente la EBA consistiría en una «supervisión coordinada», en la que el supervisor europeo actúa como coordinador de agencias nacionales, emitiendo regulaciones comunes, armonizando criterios de aplicación y resolviendo conflictos que eventualmente puedan surgir. Esta alternativa corre el riesgo de ser insuficiente para hacer frente a circunstancias como las actuales, en las que se requiere adoptar de forma rápida acuerdos que revisten una elevada complejidad técnica y sobre todo política. En este sentido, un modelo de «supervisión integrada» resultaría más eficaz.

Otro elemento crucial es el de las competencias del nuevo supervisor europeo. Existe consenso en que deberían estructurarse en tres niveles. En primer lugar, la responsabilidad sobre la supervisión macroprudencial y la estabilidad financiera. El supervisor europeo debería tener autoridad para impulsar medidas correctivas ante los riesgos sistémicos identificados por el Consejo Europeo de Riesgo Sistémico. Probablemente sea deseable establecer una supervisión centralizada para el conjunto de entidades identificadas como sistémicas a nivel del área del euro, las denominadas E-SIFI (entidades financieras de importancia sistémica de ámbito europeo). En segundo lugar, la armonización de la supervisión microprudencial, que tiene como objetivo la solidez financiera de cada entidad individualmente. Dado que en este ámbito las autoridades supervisoras nacionales tienen una ventaja comparati-



va, el reto está en conseguir la armonización de la supervisión microprudencial a nivel europeo al mismo tiempo que se aprovecha el conocimiento local por la proximidad a las instituciones. Probablemente, en el corto y medio plazo, la supervisión de entidades de ámbito esencialmente nacional como las D-SIFI (entidades financieras de importancia sistémica de ámbito doméstico) o entidades locales seguiría siendo descentralizada, aunque sobre la base de esquemas y principios altamente armonizados. En el largo plazo, sería deseable que la supervisión de las D-SIFI se transfiriera al ámbito europeo, pues durante la crisis se ha demostrado que incluso entidades medianas pueden tener problemas demasiado grandes para ser resueltos con efectividad por parte de autoridades nacionales. En tercer y último lugar, la adopción de un sistema de arbitraje que permita resolver conflictos que eventualmente puedan surgir entre supervisores nacionales. Este sistema de supervisión se podría asemejar a la distribución de competencias del sistema de la política de defensa de la competencia entre instituciones europeas y nacionales.

Los sistemas de supervisión bancaria de muchos países europeos han sido objeto de críticas considerables por su ineficacia para prevenir los riesgos acumulados durante los años de bonanza y para resolver los problemas durante la crisis. En este contexto, es deseable una reforma profunda de los sistemas de supervisión. El reto de diseñar un sistema de supervisión a nivel europeo no es desdeñable. Las autoridades europeas tienen ahora la oportunidad de adoptar un sistema de supervisión eficaz que equilibre los beneficios de una estricta supervisión bancaria con la función esencial de los bancos como proveedores de crédito para familias y empresas, evitando así nuevos excesos de crédito que generen inestabilidad financiera.

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

# Estudios y Análisis Económico, "la Caixa"

## Publicaciones

Todas las publicaciones están disponibles en Internet: [www.laCaixa.es/estudios](http://www.laCaixa.es/estudios)

Correo electrónico: [publicacionesestudios@lacaixa.es](mailto:publicacionesestudios@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](http://www.laCaixa.es/estudios)

### ■ COLECCIÓN COMUNIDADES AUTÓNOMAS

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

### ■ 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"

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

### ■ "la Caixa" ECONOMIC PAPERS

5. Integrating Regulated Network Markets in Europe Jordi Gual
6. Should the ECB Target Employment? Pau Rabanal

7. Capital Requirements Under Basel III and Their Impact on the Banking Industry Jordi Gual
8. European Integration at the Crossroads Jordi Gual

### ■ DOCUMENTOS DE TRABAJO

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

- 06/2011. Turquía: ¿ajuste macroeconómico en año electoral? Àlex Ruiz

- 07/2011. ¿Cuánto capital necesita el sistema financiero español? Maria Pilar Buil y Matthias Bulach

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

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

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

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

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

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

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

- 04/2012. ¿Hay burbuja inmobiliaria en China? Claudia Canals y Mercè Carreras-Solanas

- 05/2012. Inversiones financieras en España: impacto de la inestabilidad en los mercados Inmaculada Martínez

- 06/2012. Materias primas: ¿qué cambió en la última década? Eduardo Pedreira y Miguel A. Canela

### ■ ESTUDIOS ECONÓMICOS

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

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

## Consejo Asesor

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

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

## Área de Estudios y Análisis Económico

- Jordi Gual  
Economista Jefe
- Joan Elias  
Director de Coordinación y Publicaciones
- Enric Fernández  
Director de Economía Internacional
- Oriol Aspachs  
Director de Economía Europea
- Avelino Hernández  
Director de Mercados Financieros

## INFORME MENSUAL

Septiembre 2012

”la Caixa”

Estudios y Análisis Económico

Av. Diagonal, 629,  
torre I, planta 6  
08028 BARCELONA  
Tel. 93 404 76 82  
Telefax 93 404 68 92  
www.laCaixa.es/estudios

Correo electrónico:  
Para consultas relativas  
al Informe Mensual:  
informemensual@lacaixa.es

Para suscripciones (altas, bajas...):  
publicacioneseestudios@lacaixa.es

## GRUPO ”la Caixa”: DATOS MÁS RELEVANTES

a 31 de diciembre de 2011

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

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

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



## ”la Caixa” Research en Twitter

@laCaixaResearch

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

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

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

© Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona – ”la Caixa”, 2012

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



ELEMENTAL  
CHLORINE  
FREE  
GUARANTEED

