

# Informe Mensual



## ESTADOS UNIDOS: EL LIDERAZGO NECESARIO

*Obama, Romney y la cuadratura del déficit* Pág. 9

Los candidatos a la presidencia de Estados Unidos proponen dos estrategias distintas para reducir el déficit

*La odisea del empleo en Estados Unidos* Pág. 11

La lenta recuperación del mercado de trabajo, generalizada entre estados, refleja obstáculos comunes

*Beneficios y riesgos de los nuevos instrumentos de política monetaria* Pág. 43

La Fed lanza el tercer programa de compra de activos en pleno debate sobre sus riesgos a largo plazo

*El sistema bancario de Estados Unidos, en fase de reanimación* Pág. 47

Una recuperación sostenida requiere abordar la optimización de los gastos de explotación

# 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	2,2	1,6	2,0	2,4	2,1	2,3	1,8	
Japón	4,6	-0,7	2,3	-0,7	-0,6	2,8	3,3	1,7	1,7	
Reino Unido	2,1	0,7	-0,2	0,5	0,6	-0,2	-0,5	-0,1	0,1	
Zona del euro	2,0	1,5	-0,5	1,3	0,6	0,0	-0,5	-0,7	-0,5	
<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	1,6	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	2,0	
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	2,5	2,7	2,9	2,7	2,5	2,5	2,2	
<i>Alemania</i>	1,1	2,3	2,1	2,4	2,4	2,1	2,1	2,1	1,8	
<i>Francia</i>	1,5	2,1	2,3	2,1	2,4	2,3	2,3	2,3	2,1	
<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	2,5	3,1	2,8	2,0	2,0	2,8	3,4	
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)	-9,4	-9,4	-6,8	-6,8	-14,8	-5,9	-11,3			
<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	1,79	2,42	2,03	2,02	1,81	1,62	1,70	
Bonos alemanes 10 años	2,77	2,65	1,54	2,30	1,98	1,88	1,50	1,36	1,44	
<b>Tipos de cambio</b>										
\$/Euro	1,33	1,39	1,27	1,41	1,35	1,31	1,28	1,24	1,26	

## Índice

- 1 Editorial**
- 2 Resumen ejecutivo**
- 6 Coyuntura internacional**
  - 6 Estados Unidos
  - 9 Obama, Romney y la cuadratura del déficit**
  - 11 La odisea del empleo en Estados Unidos**
  - 14 Japón
  - 16 China
  - 17 Brasil
  - 19 México
  - 20 Materias primas
- 22 Unión Europea**
  - 22 Actividad económica
  - 24 Mercado de trabajo
  - 26 Precios
  - 27 Sector exterior
  - 29 Sector público
  - 30 Ahorro y financiación
  - 33 Europa emergente
- 35 Mercados financieros**
  - 35 Mercados monetarios y de capital
  - 43 Beneficios y riesgos de los nuevos instrumentos de política monetaria**
  - 47 El sistema bancario de Estados Unidos, en fase de reanimación**
- 51 Coyuntura española**
  - 51 Actividad económica
  - 56 Mercado de trabajo
  - 60 Precios
  - 64 Sector exterior
  - 67 Sector público
  - 69 Ahorro y financiación

## Estados Unidos: el liderazgo necesario

«Esta vez necesitamos un repunte sostenido, no un rebote. Si esta vez tiene que ser diferente, necesitamos convicción, no incertidumbres. Necesitamos que quienes toman las decisiones sean los impulsores de las mismas. Necesitamos resultados», así se expresaba Christine Lagarde, directora gerente del Fondo Monetario Internacional, en un discurso ante los miembros del Instituto Peterson de Economía Internacional. Unas palabras que expresan claramente la necesidad de lograr un cambio decisivo en la crisis global.

Cinco años después de que se desatara la Gran Recesión, la economía mundial no ha recobrado el ritmo de avance registrado en años anteriores. La recuperación mundial presenta fragilidades evidentes y es más lenta que en otros episodios de crisis. Pero algo no ha cambiado: el papel decisivo de Estados Unidos en el concierto económico mundial. Pese al auge extraordinario de los países emergentes, no cabe duda de que el país americano sigue siendo la primera locomotora y que sin su empuje no es posible cerrar el episodio de la crisis. Por esto es importante el resultado de las elecciones presidenciales que se celebrarán en noviembre en Estados Unidos, especialmente teniendo en cuenta que los dos contendientes, Obama y Romney, plantean políticas económicas bien distintas.

Las finanzas públicas están en el corazón de la batalla electoral. El déficit del sector público se acerca al 8% del producto interior bruto y la deuda sobrepasa el 105% del mismo. Son cifras que en Europa abocarían a cualquier estado a la intervención, tal es la magnitud de un problema que se debe abordar sin demora. El actual presidente opta por subir impuestos. El candidato, por reducir el gasto. En liza, dos modelos distintos sobre cuestiones tales como el tamaño de la administración pública, la composición del gasto o el *mix* de impuestos a aplicar.

Menos discrepancias plantea la política monetaria, comandada por la Reserva Federal de Ben Bernanke. Vista la imposibilidad de reducir más los tipos de interés, la Fed ha optado por políticas expansivas no convencionales, entre las que destacan los programas de compra de activos por parte del banco central. Se trata de un territorio poco conocido, que plantea interrogantes sobre sus posibles efectos inflacionarios futuros o sobre las distorsiones que puede generar en términos de asignación eficiente de los recursos financieros.

Pero la cuestión es hasta qué punto las políticas monetaria y fiscal están estimulando la economía. La evidencia disponible apunta a que probablemente han evitado una recaída de la actividad, si bien no están consiguiendo arrancar decididamente el mercado de trabajo ni aumentar la utilización de la capacidad productiva. El freno en la demanda de empleo responde a un tono general de incertidumbre sobre las perspectivas económicas en un contexto de sobreendeudamiento y agotamiento de estímulos fiscales. Pero no se trata solo de efectos cíclicos, ya que se detectan cambios de carácter estructural que están mermando la tradicional flexibilidad que ha exhibido el mercado de trabajo estadounidense para adaptarse a las más diversas coyunturas.

Con Europa sumida en la recesión y China desacelerándose, la resolución de estos y otros interrogantes que tiene planteada la primera economía mundial (comercio con China, inmobiliario) marcará la evolución no solo de sus asuntos propios sino que será determinante para dejar atrás el periodo de crisis e incertidumbre internacional abierto hace un lustro.

## RESUMEN EJECUTIVO

**Las decisiones de los bancos centrales animan algo las expectativas de la economía mundial.**

**La Reserva Federal de Estados Unidos quiere situar la tasa de paro por debajo del 7%.**

**El BCE comprará deuda soberana de países de la zona del euro en dificultades y garantiza la irreversibilidad de la unión monetaria.**

### Europa, en recesión

El clima económico internacional se muestra en general apagado, pero las expectativas han mejorado durante el mes de septiembre. Los principales bancos centrales han optado, finalmente, por el uso de medidas extraordinarias de gran calado, lo que ha animado a los inversores a decantarse algo más por los activos de riesgo. Sin embargo, el panorama económico financiero de la eurozona sigue enturbiado por las dificultades a la hora de definir los términos de la propuesta de unión bancaria y por los apuros de los países periféricos para cumplir los compromisos y sanear sus economías. También existe preocupación por la dinámica de desaceleración del crecimiento en la que parecen haber entrado los países emergentes, cuya persistente debilidad empieza a crear nerviosismo ante la posibilidad de que desemboque en un aterrizaje brusco o en un estancamiento prolongado.

En Estados Unidos, la economía crece pausadamente. No obstante, la Reserva Federal, el banco central, observa dos impedimentos que comprometen la recuperación: la persistencia de la debilidad del mercado de trabajo y el ajuste fiscal previsto para 2013. Para la Fed, el empleo es una «preocupación grave» porque además de los costes socioeconómicos en el corto plazo, se añaden esta vez consecuencias estructurales que pueden lastrar el crecimiento de los próximos años. Ante esta tesitura, la autoridad monetaria anunció una tercera tanda de expansión cuantitativa. A la continuidad de las compras de deuda a largo plazo con ventas de deuda a corto se añadirán compras de titulaciones hipotecarias hasta que se vean mejoras sustanciales en el mercado de trabajo, que significaría situar

la tasa de desempleo por debajo del 7% (ahora, en el 8,1%). Además, la Fed declaró que el tipo de interés de referencia continuará en mínimos hasta 2015.

El relajamiento de la política monetaria es destacable también en los países emergentes. Los datos recientes de coyuntura ponen de manifiesto que en gran parte de estos la ralentización de la actividad está siendo superior a lo inicialmente previsto por las autoridades. Parece que los esfuerzos ya realizados por los bancos centrales se muestran insuficientes para lograr afianzar el crecimiento económico, lo que hace necesarios estímulos monetarios y fiscales adicionales. Este es el caso de Brasil, donde al nuevo recorte del tipo de interés oficial se ha unido el anuncio de un ambicioso plan de inversiones en infraestructuras para estimular la economía. En China, la continuidad del deterioro del ritmo de crecimiento económico hace prever nuevas acciones por parte de la autoridad monetaria.

También en la eurozona los planteamientos de la política monetaria llaman la atención. El Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) ha acordado en septiembre mantener los tipos oficiales en el nivel mínimo histórico del 0,75%. La entidad presidida por Mario Draghi aprobó también la relajación de las condiciones para la concesión de préstamos a los bancos. Sin embargo, la decisión más relevante ha sido el acuerdo referido a la intervención directa de la entidad en los mercados secundarios de deuda soberana de los países de la periferia. Este programa es la materialización de la voluntad de la institución, manifestada públicamente desde comienzos del verano, de participar activamente en la resolución de la crisis de la deuda soberana. Bajo la interpretación de

que las elevadas tensiones sufridas por los bonos de estos países estaban reflejando, en parte, un injustificado riesgo de ruptura de la unión monetaria, el BCE ha acordado la puesta en marcha de un programa por el cual el instituto emisor podrá realizar compras de deuda pública de aquellos países que hayan aceptado la condicionalidad estricta y efectiva ligada a un préstamo de los fondos de rescate (FEEF o MEDE). Gracias a este compromiso explícito de actuación, Draghi ha logrado transmitir a los mercados una señal poderosa sobre la irreversibilidad de la unión monetaria.

En este marco monetario, el proceso de ajuste a la baja de los tipos de interés interbancarios se ha extendido. En el caso concreto de la eurozona, la mejora de las primas de riesgo, gracias a los progresos en la resolución de la crisis soberana de la región, ha facilitado el descenso de los tipos euríbor hasta mínimos históricos. Por lo que se refiere a la deuda pública, tanto la de Estados Unidos como la de Alemania se mueven en rangos de mínimos históricos, frente a las elevadas rentabilidades que todavía se exigen a los países europeos sujetos a la presión de los rescates o a la amenaza de los mismos.

El BCE también ocupará un papel medular en la futura unión bancaria europea. Según una propuesta realizada por la Comisión a principios de septiembre, la autoridad monetaria asumirá las responsabilidades básicas del mecanismo único de supervisión, en virtud de las cuales ejercerá directa o indirectamente el control sobre el conjunto de los bancos de la eurozona.

No obstante, los esfuerzos por impulsar y articular los mecanismos necesarios para dotar a la zona del euro de una estructura capaz de afrontar episodios como la crisis actual chocan continuamente con las resistencias y vacilaciones de distintos países, lo que entorpece y retrasa el proceso de desarrollo de la gobernanza europea y prolonga inútilmente la tensión en los mercados. El último caso afecta a la recapitalización

directa de los bancos por parte del fondo de rescate, ya que Alemania, Países Bajos y Finlandia se oponen a la misma si los problemas se han gestado anteriormente a la puesta en marcha del dispositivo común de supervisión bancaria, lo que contradice la decisión de los líderes europeos de final de junio.

Mientras tanto, los indicadores disponibles apuntan a que la zona del euro se halla en recesión. Después del estancamiento de la actividad durante los tres primeros meses del año, el producto interior bruto (PIB) descendió un 0,2% en el segundo trimestre de 2012, situando la tasa de crecimiento interanual en el -0,5%. La debilidad actual de la actividad se debe a la fragilidad de la demanda interna, cuya contribución al crecimiento del PIB fue de -2,0 puntos porcentuales. Por otro lado, la demanda externa mantuvo su contribución positiva al crecimiento en 1,6 puntos porcentuales, aunque fue insuficiente para contrarrestar la caída de la demanda interna.

La generalización de políticas económicas de carácter restrictivo, destinadas a contener los déficits públicos, conduce a un debilitamiento de la actividad para la segunda mitad del año. Son políticas ineludibles pero que afectan a la demanda interna de consumo e inversión, por lo que deben modularse adecuadamente para alcanzar los objetivos de reducción del déficit. La dificultad de implementar políticas expansivas a nivel europeo y la lentitud en la reforma de los mecanismos para afrontar eficazmente la crisis de la deuda abocan inevitablemente a una prolongación de la misma, que ya dura tres años.

En el caso de la economía española, el plan de medidas estructurales presentado por el Gobierno a finales de agosto, entre las que destaca la reforma del sector financiero, fueron aplaudidas por los líderes europeos y por las agencias de *rating*, que decidieron mantener la calificación de España. El respaldo en los mercados se tradujo en el descenso de la rentabilidad del bono a 10 años

**El BCE también tendrá un papel decisivo en la futura unión bancaria.**

**Las resistencias y vacilaciones de los Estados europeos a la hora de avanzar en la toma de decisiones prolongan inútilmente la crisis de la deuda...**

**...y abocan a la eurozona a la recesión.**

**Las condiciones de mercado mejoran ligeramente para el Tesoro español.**

hasta el 5,60%, el nivel más bajo en cinco meses. Adicionalmente, el plan de apoyo del BCE a las economías de la periferia y la legitimación del futuro fondo de rescate por parte del Tribunal Constitucional alemán han servido para mantener la rentabilidad de la deuda española por debajo del 6%. Esta mejora del entorno soberano ha sido aprovechada por el Tesoro para emitir deuda en forma de letras y obligaciones, logrando un buen nivel de aceptación entre los inversores extranjeros, así como un coste de financiación menos gravoso. Sin embargo, a pesar del efecto beneficioso de estos factores, la prima de riesgo española ha seguido sujeta a tensiones. En la recta final de septiembre, ha aumentado la especulación sobre la posibilidad de que el Gobierno solicite oficialmente un segundo rescate de mayor envergadura (el primero fue la solicitud de asistencia financiera para la banca, en junio), aunque la estrategia de las autoridades españolas es negociar y dilatar en el tiempo la eventual solicitud de rescate.

**Las perspectivas de crecimiento siguen siendo pesimistas.**

A pesar de que los escenarios más pesimistas quedan cada vez más alejados, la realidad es que el pulso de la economía española sigue siendo muy débil. Los indicadores adelantados para el tercer trimestre apuntan de nuevo a la baja. El índice de sentimiento económico sufrió una importante caída en agosto. Por el lado de la oferta, la confianza en todos los sectores productivos cayó, destacando el retroceso una vez más del sector de la construcción. Por el lado de la demanda, la confianza del consumidor siguió su tendencia decreciente y se aproximó a su mínimo histórico de febrero de 2009. Con todo ello, se espera una intensificación de la contracción del PIB en los próximos trimestres, hecho que ya está incorporado en nuestras previsiones de crecimiento del -1,5% para 2012 y -1,5% para 2013.

**La deuda pública superará el 90% del PIB en 2013, más del doble que en 2008.**

La contrapartida de esta debilidad de la demanda interna es la caída de las importaciones de bienes, que junto al tono soste-

nido de las exportaciones ha permitido que el saldo comercial acumulado de los últimos doce meses sea positivo si se excluyen los componentes energéticos. En el comercio exterior de servicios, destaca la buena temporada del turismo extranjero, puesto que los datos referentes a la entrada de turistas durante julio y agosto apuntan hacia nuevos incrementos del superávit de la balanza turística. Así, el número de visitantes extranjeros en estos meses fue 15,6 millones, un 4,7% más que en el mismo periodo de 2011, lo que constituye un nuevo récord histórico.

La fragilidad de la coyuntura económica complica sobremanera la consecución de los objetivos de déficit público. El déficit del Estado aumentó hasta el 4,8% del PIB en enero-agosto, una cifra que supera el límite para el conjunto del año, el 4,5% del PIB. El mayor coste de financiación de la deuda pública y la reducción de la recaudación de los impuestos indirectos, consecuencia de la recesión económica, están contrarrestando los efectos del recorte en el gasto corriente.

Según los Presupuestos Generales de 2013, presentados en la última semana de septiembre, el déficit de la administración central y la Seguridad Social se reducirá hasta el 3,8% del PIB. Pero la contabilización de las ayudas a las entidades financieras ha obligado a elevar los déficits de 2011 y 2012, y posiblemente afecten también al desequilibrio fiscal de 2013, ejercicio en el que la deuda pública superará el 90% del PIB, más del doble que en 2008. La presentación por parte del Gobierno de un nuevo programa de reformas y de los presupuestos para 2013, así como la difusión de los resultados de las pruebas de esfuerzo de la banca, debería ayudar a clarificar el escenario inmediato de una economía que sufre la situación más dramática del último cuarto de siglo.

28 de septiembre de 2012

## CRONOLOGÍA

### 2011

- 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**.
- septiembre** 6 El **Banco Central Europeo** aprueba un **programa para comprar deuda soberana** a corto plazo en determinadas condiciones.  
27 El Gobierno aprueba el proyecto de **Ley de Presupuestos Generales del Estado para 2013**.

## AGENDA

### 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).

### Noviembre

- 5 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (octubre).  
7 Índice de producción industrial (septiembre).  
8 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.  
13 IPC (octubre).  
15 Contabilidad Nacional Trimestral (tercer trimestre).  
Avance del PIB de la UE (tercer trimestre).  
IPC armonizado de la UE (octubre).  
21 Comercio exterior (septiembre).  
23 Precios industriales (octubre).  
27 Ingresos y gastos del Estado (octubre).  
30 Avance IPC (noviembre).  
Balanza de pagos (septiembre).

## COYUNTURA INTERNACIONAL

**Estados Unidos crece un 2,3% interanual, pero la debilidad del empleo y el ajuste fiscal fuerzan una tercera expansión cuantitativa de la Fed.**

### Estados Unidos: el empleo y el ajuste fiscal hacen que la Fed actúe

La economía crece con moderación. La publicación de la primera revisión del producto interior bruto (PIB) del segundo trimestre arrojó una ligera alza en el crecimiento, hasta el 0,4% intertrimestral. Asimismo, se espera un tercer trimestre algo más vigoroso que debería dejar el avance para el conjunto de 2012 cercano al 2,3%. Sin embargo, esto no es suficiente para la Reserva Federal, que ve dos impedimentos que comprometen la recuperación: la persistencia de la debilidad del mercado de trabajo y el ajuste fiscal previsto para 2013. Para la Fed, el empleo es una «preocupación grave» porque además de los costes socioeconómicos en el corto pla-

zo, se añaden esta vez consecuencias estructurales que pueden lastrar el crecimiento de los próximos años. Así, la autoridad monetaria anunció la tercera expansión cuantitativa de esta llamada Gran Recesión. A la continuidad de las compras de deuda a largo plazo con ventas de deuda a corto se añadirán compras de titulizaciones hipotecarias hasta que se vean mejoras sustanciales en el mercado de trabajo que, en números concretos, significaría que la tasa de desempleo se sitúe por debajo del 7,0%. Además, se establece que el tipo de interés de referencia continuará en mínimos hasta 2015.

Y es que la recuperación del mercado de trabajo pierde fuerza. En agosto se crearon 96.000 empleos netos, por debajo de lo que

### 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	2,3	-	...
Ventas al por menor	5,5	8,0	8,7	7,4	6,6	4,7	3,9	4,7
Confianza del consumidor (1)	54,5	58,1	50,3	53,6	67,5	65,3	65,4	60,6
Producción industrial	5,4	4,1	3,3	4,1	4,4	4,8	4,3	2,8
Índice actividad manufacturera (ISM) (1)	57,3	55,2	52,1	52,4	53,3	52,7	49,8	49,6
Viviendas iniciadas	5,7	4,5	5,9	25,1	22,5	28,5	19,4	29,1
Tasa de paro (2)	9,6	9,0	9,1	8,7	8,3	8,2	8,3	8,1
Precios de consumo	1,6	3,2	3,8	3,3	2,8	1,9	1,4	1,7
Balanza comercial (3)	-494,7	-559,9	-533,6	-559,9	-571,0	-568,8	-565,2	...
Tipo de interés interbancario 3 meses (1)	0,3	0,3	0,3	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4
Tipo de cambio efectivo nominal (4)	75,4	70,9	69,8	72,4	72,9	73,9	75,2	74,2

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 esperaba. Lo preocupante es que el promedio de 139.000 nuevos empleos netos mensuales de los ocho primeros meses de 2012 queda por debajo de los 153.000 correspondientes a 2011. Al ritmo actual de creación de empleo, y suponiendo una fuerza laboral constante, la tasa de desempleo, que en agosto descendió hasta el 8,1%, no bajaría del 7,0% hasta julio de 2013. Pero esta previsión es optimista ya que no tiene en cuenta los 7,9 millones de subempleados, trabajadores que están involuntariamente a tiempo parcial, que absorberán una parte importante de las ofertas de trabajo que se vayan creando, lo que retrasará el descenso de la tasa de paro. Todo ello genera una situación de persistencia en el desempleo, con un 40,0% de desempleados que llevan más de medio año en el paro.

Además de esta manifiesta preocupación por el empleo, el movimiento de la Fed obedece a la intención de compensar los efectos del ajuste fiscal previsto para 2013, la otra sombra que se cierne sobre una economía como la estadounidense, cuya deuda pública supera a su PIB y que espera un

déficit del 8,7% del PIB para 2012. La combinación del final de las exenciones impositivas de la era Bush, combinadas con la reducción de gastos impuesta por el fracaso en 2011 del supercomité de los dos principales partidos para reducir el déficit público, podría suponer una recaída de no mediar un acuerdo entre demócratas y republicanos. El escenario más probable es que se alcance un acuerdo de mínimos para retrasar el final de las exenciones impositivas y paliar la reducción de gastos. Esto limitaría a poco más de un 1,0% la reducción del crecimiento del PIB debida al ajuste fiscal. El problema es una cuestión de fechas. Con las elecciones presidenciales y al Congreso en noviembre, queda muy poco plazo para un acuerdo antes del primer trimestre del 2013, que es cuando los efectos del ajuste fiscal serán mayores. Asimismo, la efectividad de la expansión cuantitativa de la Fed en el corto plazo será limitada.

Aun así, los mercados acogieron favorablemente la medida, especialmente los valores bursátiles de empresas del sector inmobiliario. Y es que algo está cambian-

**La recuperación del empleo se ralentiza, el paro está en el 8,1% y la tasa de actividad no mejora.**

**El ajuste fiscal debería quitar un 1% de crecimiento en 2013. El tiempo para acuerdos se agota.**

## ESTADOS UNIDOS: LA RECUPERACIÓN DE LA VIVIENDA ES AHORA MÁS SOSTENIDA

Venta de viviendas existentes (en términos anuales)



FUENTES: US Census y elaboración propia.

**El sector de la vivienda mejora, los precios suben y la actividad crece, aunque queda un trecho.**

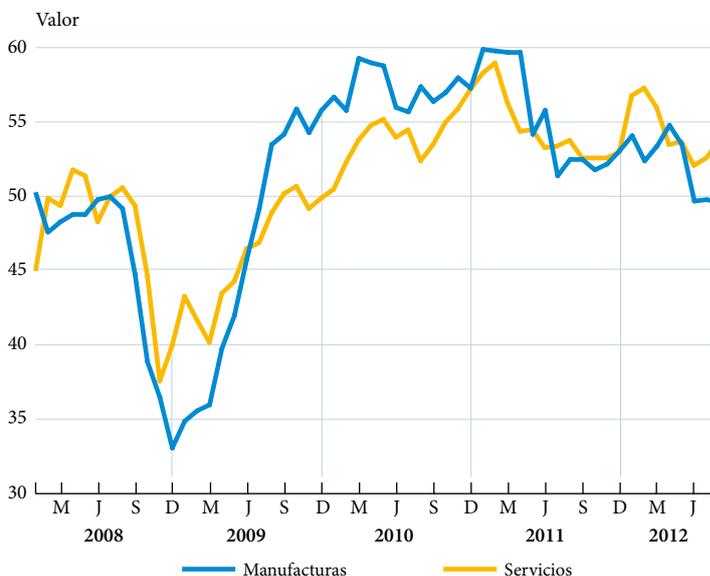
**Los indicadores de actividad no ofrecen una dirección clara y la cautela predomina entre los empresarios.**

do a mejor en el mercado de la vivienda. Para empezar, los precios ya no bajan. El índice Case-Shiller de viviendas de segunda mano siguió superando las expectativas y en junio acumuló un avance del 3,4% desde finales de febrero. Asimismo, la venta de viviendas de segunda mano, el 90% del total, tuvo un fuerte repunte en agosto, mientras que la percepción de los promotores sigue mejorando. Por el lado de la oferta, las 750.000 viviendas iniciadas de agosto, en términos anuales, supusieron un incremento del 29,1% interanual. Una ganancia con tintes de continuidad ya que los permisos de construcción, indicador adelantado de la actividad constructora, también subieron un 24,5% interanual. Si bien la persistente sobreoferta y la necesidad de dar una salida a los millones de hogares cuyo saldo hipotecario pendiente supera el valor del inmueble hipotecado son un lastre, el aumento del número de hogares previsto en los próximos años y los precios favorables deberían dar aliento a esta recuperación incipiente del sector.

De cara al repunte esperado del tercer trimestre, los últimos indicadores de actividad no ofrecen un veredicto claro. En el lado alcista, los ingresos de los hogares y el gasto de consumo de las cuentas nacionales de julio siguieron mostrando un vigor apreciable. Sin embargo, la confianza de los consumidores y las ventas minoristas de agosto decepcionaron. El índice de confianza del Conference Board bajó inesperadamente de 65,4 al nivel de los 60,6 puntos, mientras que las ventas al por menor, sin coches ni gasolina, sufrieron un estancamiento respecto a julio, arrojando un crecimiento interanual del 3,0%. Por su parte, la percepción empresarial sigue siendo cauta. Los índices de actividad del Institute for Supply Management (ISM) son propios de etapas de crecimiento modesto, con un índice ISM de manufacturas que lleva tres meses prácticamente invariado en el nivel de los 49,6 puntos y con un ISM de servicios que mostró un tono algo más vigoroso, subiendo hasta el nivel de los 53,7 puntos.

#### ESTADOS UNIDOS: LOS EMPRESARIOS, EN LA CAUTELA

Nivel de los índices del ISM (\*)



NOTA: (\*) Un nivel de 50 implica que hay tantas respuestas optimistas como pesimistas.

FUENTES: Institute for Supply Management y elaboración propia.

Esta tercera expansión cuantitativa llega en un momento de moderación inflacionista. Si bien el índice de precios al consumo (IPC) repuntó con una subida del 1,7% interanual en agosto –1,4% en junio–, influenciado por efectos de base en el precio del petróleo, estos últimos meses vienen marcados por la moderación del IPC subyacente, que excluye los precios energéticos y los de alimentación, con un incremento del 1,9% interanual –2,1% en julio–, acusando la baja utilización de la capacidad productiva. La actuación de la Fed y el reciente encarecimiento de las materias primas suponen un alza de las expectativas inflacionistas, pero la tendencia a la baja de la inflación de los componentes no energéticos, que es más intensa de lo que parece, seguirá marcando el paso. Sin el

incremento del precio de los alquileres, el índice subyacente hubiera descendido respecto al mes previo en agosto.

Por lo que respecta al sector exterior, el dato de julio fue mejor de lo esperado, con un déficit comercial de bienes y servicios que se quedó en los 42.002 millones de dólares, manteniendo el grueso de la mejora de junio. Sin embargo, esto se debió más al abaratamiento del petróleo que a unas exportaciones que retrocedieron respecto al mes anterior. En este sentido, el déficit comercial aumentó en términos reales, sin el efecto de los precios energéticos. Aun así, es de esperar que la contribución del sector al crecimiento sea ligeramente positiva en la segunda mitad de 2012.

**El IPC está en el 1,7% y el IPC subyacente se modera hasta el 1,9%.**

**El saldo comercial de julio mantiene las mejoras anteriores, pero las exportaciones flaquean.**

## Obama, Romney y la cuadratura del déficit

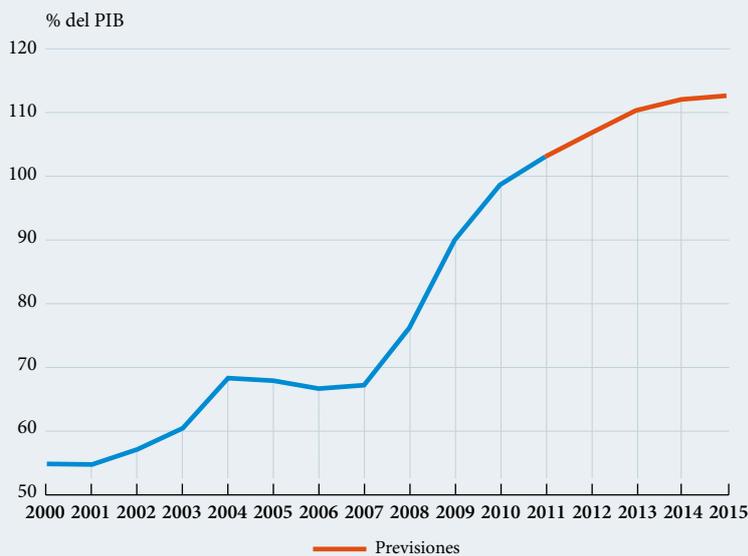
En 1992, con Estados Unidos en plena recesión y las elecciones presidenciales a la vuelta de la esquina, James Carville, excelente asesor, colgó un célebre cartel en la oficina del candidato demócrata para asegurarse de que entendía cuál debía ser el foco de su campaña: «¡es la economía, estúpido!». Bill Clinton se lo tomó en serio, derrotó al presidente Bush padre y el resto ya es historia. Veinte años más tarde y a solo un mes del plebiscito, con el déficit de las administraciones públicas cerca del 8% del PIB y la deuda por encima del 105% del PIB (véase gráfico siguiente), el epicentro del combate electoral vuelve a ser obvio: ¡es el déficit! Estados Unidos se enfrenta a un reto mayúsculo de consolidación fiscal en un entorno económico aún lastrado por las secuelas de la gran recesión y los candidatos difieren en cómo llevarla a cabo: Obama apuesta por elevar los ingresos, Romney por reducir gastos. En liza, dos modelos distintos sobre cuestiones fundamentales: el tamaño del Gobierno, la composición del gasto y qué impuestos utilizar.

A principios de 2013, está previsto un fuertísimo y abrupto ajuste fiscal y, sin embargo, no es creíble, deseable, ni sería suficiente para restaurar la sostenibilidad de las finanzas públicas. Ese ajuste sería el resultado del fin de una serie de estímulos fiscales y recortes automáticos del gasto que se legislaron en el verano de 2011, cuando el Congreso decidió elevar el límite de endeudamiento del Gobierno Federal. Ello acarrearía una corrección equivalente al 4% del PIB, lo que provocaría, muy probablemente, una recaída en recesión de la economía americana. No en vano, a este ajuste se le ha denominado el «precipicio fiscal» (*fiscal cliff*) y la prioridad número uno de la nueva administración será, sin duda, evitar este precipicio. Lo deseable, además, sería hacerlo en el marco de un plan que garantice la sostenibilidad de la deuda pública a medio plazo.

El resultado de las elecciones puede facilitar o dificultar la gestión del «precipicio fiscal». La inmensa mayoría de analistas (entre los que nos incluimos) prevén que se alcanzará un acuerdo en el Congreso (Cámara de Represen-

## DEUDA PÚBLICA EN ESTADOS UNIDOS: ¿UNA DINÁMICA EXPLOSIVA?

Deuda bruta de las AA. PP.



FUENTE: FMI.

tantes y Senado) para posponer los recortes automáticos del gasto y extender algunos de los estímulos que finalizan en enero, pero la composición del nuevo Congreso y la identidad del presidente serán determinantes en este sentido. Si uno de los partidos recibe un claro mandato por parte del electorado, es de prever un acuerdo relativamente rápido para evitar el «precipicio». En cambio, un mandato poco claro –con las cámaras divididas y una victoria por la mínima de cualquiera de los candidatos a presidente– podría prolongar las negociaciones, generando incertidumbre y desconfianza. En febrero, además, el Gobierno Federal necesitará aprobar un nuevo aumento del límite de deuda, lo que añade una fuente de incertidumbre adicional.

Esquivado el precipicio, la composición de las cámaras y la identidad del presidente determinarán, obviamente, la estrategia de ajuste fiscal a corto y medio plazo. Obama propone elevar el peso de los ingresos del Gobierno Federal (que representan actualmente alrededor de la mitad de los ingresos del conjunto de las AA. PP.) desde el 15,7% del PIB estimado en 2012 hasta el 19,4% del PIB en 2015. En lo que concierne al gasto, propone reducir su peso desde el 22,9% del PIB en 2012 hasta el 22,4%. Así pues, el déficit federal caería del 7,2% estimado para el año fiscal 2012 al 3% del PIB en 2015, y el 85% del ajuste recaería en los ingresos. Romney propone reducir mucho más el peso del gasto, hasta el 20% del PIB, y elevar los ingresos hasta el 18% del PIB (el promedio en los dos decenios anteriores a la crisis de 2008). El objetivo del candidato republicano es reducir el déficit hasta el 2% en 2015 y el 55% del ajuste se haría vía gastos. La caída del gasto se conseguiría a través de fuertes ajustes en el denominado gasto discrecional (incluyendo inversión) y de otras medidas, como, por ejemplo, una reforma del sistema sanitario público. En el plan de ambos candidatos, el aumento de ingresos se produce mayoritariamente, o totalmente en el caso de Romney, de forma automática como resultado de la recuperación económica.

De hecho, el candidato republicano propone una reforma tributaria que reduciría los impuestos sobre la renta significativamente, recortando, por ejemplo, el tipo marginal máximo en el impuesto sobre la renta del 35% hasta el 28%. La pérdida de ingresos asociada a la rebaja impositiva se compensaría, según Romney, con la eliminación

de deducciones o exenciones y con el mayor crecimiento económico derivado de unos niveles impositivos menos distorsionadores. No está claro, sin embargo, que esto sea posible. La deducción de los intereses sobre préstamos hipotecarios para primeras y segundas residencias, con un capital de hasta 1 millón de dólares, y la exención de los seguros médicos pagados por las empresas a sus empleados, que no tributan como remuneración en especie, son las deducciones y exenciones más costosas para el fisco americano, que deja de ingresar casi un total del 2% del PIB por ambas medidas, pero son también políticamente muy populares, por lo que difícilmente el Congreso se atrevería a eliminarlas. Por otra parte, si bien es cierto que unos tipos marginales más bajos estimularían la actividad económica, difícilmente el efecto neto sería un aumento de recaudación puesto que el tipo marginal de partida no es exageradamente alto.

Obama, en cambio, apuesta por un aumento de impuestos sobre las rentas más altas. En particular, subiría el impuesto marginal máximo sobre la renta hasta el 39,6% (el tipo vigente antes de los recortes de Bush en 2001) e introduciría la denominada «regla Buffet», por la que todos los individuos con rentas superiores a 1 millón de dólares deberían pagar un mínimo del 30% al fisco (actualmente, las deducciones y las tasas reducidas sobre las ganancias de capital tienden a reducir el tipo efectivo pagado por las rentas más altas). Sin embargo, tampoco en este caso está claro que el aumento de recaudación derivado de estas subidas de impuestos fuera tan significativo como presupone el candidato. Difícilmente se alcanzaría el aumento de recaudación previsto sin un aumento de impuestos que afectara a las clases medias.

Las propuestas de uno y otro candidato también hallan puntos de encuentro o, al menos, con diferencias más matizadas. Por ejemplo, ambos abogan por una reforma a fondo del impuesto sobre sociedades, que actualmente cuenta con la tasa de gravamen más alta de la OCDE (39,2% vs. un promedio en el resto de la OCDE del 25%) y una de las recaudaciones más bajas (1,7% del PIB vs. 2,8% en la OCDE). Por otra parte, ninguno de ellos se atreve a proponer un aumento de los impuestos federales sobre la gasolina, uno de los más bajos de la OCDE.

A pesar de las diferencias, ambos candidatos son conscientes de que el país necesita un plan de ajuste creíble. Y efectivamente, ni Estados Unidos ni la economía mundial se pueden permitir prolongar en exceso la incertidumbre sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas de la primera economía del planeta. Sería iluso creer que la indulgencia con la que hasta ahora han tratado los inversores este tema se mantendrá indefinidamente.

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

## La odisea del empleo en Estados Unidos

La Gran Recesión ha puesto en entredicho la reputada flexibilidad del mercado laboral estadounidense. Por un lado, el salario real promedio se ha mantenido relativamente estable a pesar de la persistente debilidad de la actividad. Por otro, y más preocupante, la duración del paro y la languidez de la recuperación del empleo resultan inéditas, tanto en relación con crisis anteriores como en relación con otras economías avanzadas. Ante los últimos datos de empleo, certificando un práctico estancamiento del mercado laboral, la Reserva Federal ha optado por escalar el tono expansivo de su política monetaria con el objetivo explícito de reducir significativamente la tasa de

desempleo. La efectividad real de tales medidas dependerá, sin embargo, de qué factores se esconden detrás de la anémica trayectoria del empleo. Este recuadro pretende arrojar algo de luz en torno a dicha cuestión.

Empecemos, pues, por el principio y remontémonos a la fase recesiva. Entre principios de 2007 y octubre de 2010, las pesimistas expectativas de crecimiento que siguieron al estallido de la burbuja *subprime* provocaron un fuerte ajuste de plantillas que acabó multiplicando el número de parados por dos, desde los 7,5 millones hasta los 15,4 y elevó la tasa de paro desde el 4,9% hasta el 10,1%. Por otra parte, la destrucción de empleo durante la fase recesiva del ciclo fue muy heterogénea entre los distintos estados. Dada la naturaleza de la crisis, dicha heterogeneidad aparece estrechamente vinculada a la severidad de la implosión inmobiliaria: aquellos estados cuyos precios de la vivienda registraron mayores caídas, también sufrieron un mayor deterioro del empleo. Mientras Texas o Luisiana, donde el precio de la vivienda cayó menos de un 15%, acumularon un retroceso del empleo inferior al 4% desde máximos precrisis a mínimos posrecesión, en California, Florida o Michigan, donde el precio de la vivienda se hundió más de un 40%, el empleo acumuló una caída superior al 8%.

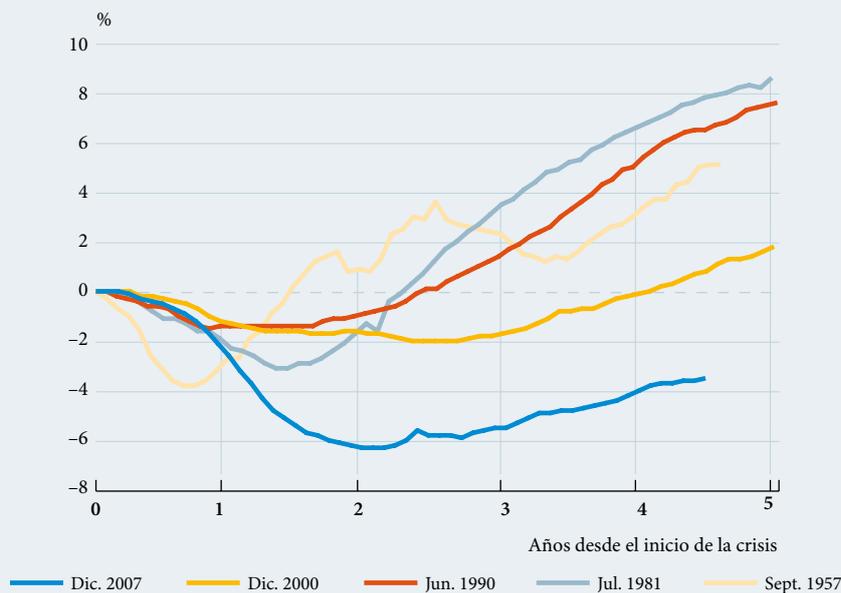
El drástico y súbito ajuste de la ocupación durante la recesión y su marcada heterogeneidad interestatal contrasta con la languidez de la creación de empleo, generalizada en todo el país, durante la fase de recuperación. Esa languidez ha hecho que, a fecha de hoy, la tasa de desempleo se mantenga por encima de su nivel precrisis en todos los estados –incluso en aquellos donde ha crecido el empleo– y que el número de parados no haya bajado de 12,8 millones, una cifra que, además, ofrece una imagen excesivamente benigna de la situación real. En primer lugar, porque excluye los 8,1 millones de subempleados, trabajadores que querrían trabajar a jornada completa pero que lo hacen a tiempo parcial por razones económicas, y que también se han duplicado desde que empezó la crisis. En segundo lugar, porque se ha visto mitigada por la caída de la tasa de actividad –la proporción de personas mayores de 16 años que está en la población activa, ya sea trabajando o buscando trabajo–, del 66,4% de febrero de 2007 al 63,5% en agosto de 2012. De no ser por el declive de este periodo y con los niveles de empleo actuales, la tasa de paro podría haberse acercado al 11%.

Dicha caída de la tasa de actividad obedece, en parte, a factores estructurales, como el envejecimiento de la población o una propensión a alargar los años de estudios, pero, también a factores cíclicos, como el aumento del número de parados desanimados que han abandonado la población activa. A tal desánimo ha contribuido, sin duda, la mayor duración del desempleo, una tendencia que empezó con la recesión pero que se ha agravado durante la fase de recuperación a raíz de la lenta creación de empleo. Además, ese proceso se retroalimenta: la débil creación de empleo alarga la duración del desempleo, los desempleados de larga duración ven como sus habilidades se quedan obsoletas, ello dificulta su recolocación y demora aún más la recuperación del empleo. La persistencia de este círculo vicioso durante la crisis reciente ha hecho que la proporción de parados que llevan más de medio año sin empleo alcanzara el 40,0% en agosto de 2012, casi el doble que el máximo precrisis de 1982 (22,8%), a pesar de que durante ese episodio recesivo, la tasa de desempleo tocó techo en un nivel superior (10,8% *versus* 10,1%).

La mayor duración del desempleo refleja cambios en la medición, características demográficas de los desempleados y la disponibilidad de mayores beneficios de desempleo. Sin embargo, según estimaciones de la Reserva Federal de San Francisco, un 50% del incremento de la duración del desempleo respecto a la crisis de los años ochenta se atribuye a la severa destrucción de empleo durante la fase recesiva del ciclo combinado con la persistente debilidad de la demanda de trabajo. De hecho, la extraordinaria severidad de la destrucción de empleo durante la recesión explicaría, en parte, por qué Estados Unidos, aun acumulando un mayor crecimiento que la eurozona desde que empezó la crisis (3,9% *versus* -0,4%), acumula un deterioro similar en términos de desempleo: la tasa de paro se mantiene 3,4 puntos porcentuales por encima de su nivel precrisis *versus* los 3,5 en la eurozona.

## ESTADOS UNIDOS: UNA RECUPERACIÓN MÁS LENTA QUE ANTAÑO

### Pérdida de empleo en crisis



FUENTES: Departamento de Trabajo y elaboración propia.

De todos modos, lo que más preocupa hoy es la debilidad de la demanda de empleo desde que empezó la recuperación. Las principales hipótesis que se barajan con relación a qué frena esa demanda son: las restricciones de crédito típicas en un contexto de desapalancamiento privado tras el estallido de una burbuja financiera; el agotamiento de los estímulos fiscales; la mayor incertidumbre acerca de las perspectivas económicas de futuro, y un entorno de baja inflación que, combinada con las rigideces a la baja del salario nominal, reduce la capacidad de las empresas de ajustarse a las fluctuaciones de actividad vía salarios. Cabe anticipar que la inflación se mantendrá contenida y que la contracción en el ámbito fiscal proseguirá pero, en contrapartida, todo apunta a que la tendencia en términos de crédito e incertidumbre irá a mejor, corrigiendo lentamente el efecto cíclico sobre la demanda de empleo. De todos modos, dicho proceso se anticipa largo y tedioso: en julio de 2012, el empleo se mantiene un 3,5% por debajo del nivel precrisis (véase gráfico anterior) y, de continuar el promedio de creación de empleo de los últimos 12 meses, dicho nivel solo se recuperaría a finales de 2015, lo que supone una duración de nueve años, muy superior a los 2,3 de las crisis anteriores.

Un periodo tan largo de elevado desempleo no se vivía en Estados Unidos desde la Gran Depresión, lo que ha llevado a un sector de expertos a asociarlo no solo a efectos cíclicos sino también a cambios en la estructura de la economía que habrían mermado su potencial de crecimiento y aumentado la tasa de paro estructural, es decir la tasa de paro que no se disipará una vez retorne la normalidad en términos de crecimiento. En particular, hacen referencia a rigideces en el mercado laboral y a la discordancia entre habilidades de los trabajadores y los puestos de trabajo disponibles en un contexto de la reasignación de recursos en el sistema productivo tras el estallido de la burbuja inmobiliaria. Con todo, la evidencia empírica sugiere que el elevado y duradero nivel de desempleo se debe, fundamentalmente, a efectos cíclicos relacionados con la severidad de la recesión y a su agudo impacto sobre la demanda agregada: se estima que factores estructurales relacionados con rigideces del mercado laboral solo

habrían aumentado la tasa de paro estructural en 1-1,5 puntos porcentuales, del 5% al 6%-6,5%, de los cuales solo 0,5 podrían atribuirse a la discordancia en habilidades y tenderían a diluirse en el tiempo.<sup>(1)</sup>

En definitiva, en términos de desempleo, esta crisis supera en amplitud y duración a las otras cinco fases recesivas que ha sufrido la economía norteamericana desde 1945 y la propia Fed espera que se mantenga por encima del 7% aun en 2014. Aun así, todo apunta a que la persistencia del desempleo se debe, principalmente, a factores cíclicos relacionados con la demanda y que la tasa estructural de desempleo se mantiene muy por debajo del 8,3% actual. Ello respalda la decisión de la Fed de dar luz verde a una nueva ronda de estímulos, ya que le da argumentos para defender que puede afectar el empleo sin generar excesivas presiones sobre precios.

(1) Véase, por ejemplo, Williams, J.C. (2012), «The slow recovery: It's not just housing», Economic Letter 2012-2011, Federal Reserve of San Francisco.

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

**Japón se desacelera y  
encara una segunda mitad  
de 2012 de actividad débil.**

### **Japón: los costes del apagón nuclear**

Japón crecerá más que la mayoría de las economías avanzadas en 2012, cerca de un 2,3%. Pero esto dista mucho de ser una descripción fiel de la realidad actual de la economía japonesa. La actividad se ralentiza con mayor intensidad de la esperada y el Banco de Japón se ha visto obligado a actuar. Tras la revisión bajista de las cuentas del segundo trimestre, el crecimiento del PIB pasó del 1,3% intertrimestral del primer trimestre al 0,2% del segundo. El consumo privado, que tuvo un tirón excepcional a principios de año, en gran parte gracias a incentivos públicos, perdió fuerza en el segundo trimestre y, a tenor de los últimos indicadores de actividad como la venta de automóviles de agosto y las ventas minoristas de julio, el crecimiento será mínimo en la segunda mitad de año. Esta debilidad de la demanda interna también se refleja en la persistencia de la dinámica deflacionista. El IPC de junio retrocedió un 0,4% interanual y el índice subyacente, el general sin alimentos ni energía, cedió un 0,6%.

**El apagón nuclear  
incrementará la  
factura energética  
de las importaciones.**

Pero es en el sector exterior, el motor del crecimiento de los últimos años, donde se ve un mayor deterioro. El sector exterior ha sustraído en promedio un 0,6% de crecimiento interanual del conjunto de la economía después de la tragedia de marzo de 2011, cuando anteriormente contribuía cerca de un 0,8%. Una causa de este deterioro es el apagón nuclear. La energía nuclear desaparecerá de Japón en 2040, fecha de finalización de la vida útil de las centrales más modernas. La decisión del pasado 14 de septiembre de prescindir de la energía nuclear, que antes de la tragedia de Fukushima cubría cerca del 30% de las necesidades energéticas nacionales, introduce un cambio de escenario. En primer lugar, la factura de las importaciones energéticas crecerá. Una muestra de ello son las importaciones de gas licuado, que pasaron de 70 a 77 millones de toneladas métricas en 2011 y podrían llegar a los 83 millones en 2012. Por otro lado, la escasez energética introduce costes y cuellos de botella que merman la competitividad de las empresas.

## JAPÓN: 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	4,6	-0,7	-0,7	-0,6	2,8	3,3	-	...
Ventas al por menor	2,5	-1,2	-1,0	0,8	5,2	3,1	-0,7	...
Producción industrial	16,6	-2,3	-0,6	0,0	2,7	5,1	-2,2	...
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	-9,5	...
Tasa de paro (2)	5,1	4,6	4,4	4,5	4,5	4,4	4,3	...
Precios de consumo	-0,7	-0,3	0,1	-0,3	0,3	0,2	-0,4	...
Balanza comercial (3)	7,9	-1,6	1,3	-1,6	-3,7	-3,7	-4,2	...
Tipo interbancario 3 meses (4)	0,39	0,34	0,34	0,3	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	119,4

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.

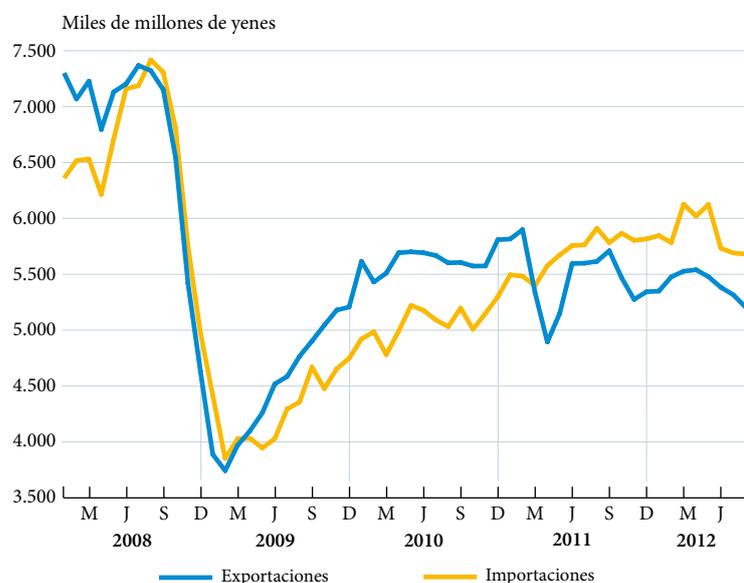
Este mayor monto de las importaciones energéticas coincide con la apreciación del yen, propiciada por una rentabilidad menos atractiva de la deuda de otras eco-

nomías de la zona y, recientemente, por la expansión cuantitativa de la Fed. Un yen fuerte resta competitividad a los exportadores en un momento de debilidad de la

**La fortaleza del yen resta competitividad a las exportaciones y el déficit comercial llega al 1% del PIB.**

## JAPÓN: LAS EXPORTACIONES, POR DEBAJO DE LAS IMPORTACIONES

Exportaciones e importaciones (\*)



NOTA: (\*) Estadísticas de aduanas, datos desestacionalizados.

FUENTES: Ministerio de Comunicaciones de Japón y elaboración propia.

**El Banco de Japón amplía su expansión cuantitativa para moderar la apreciación de la divisa.**

demanda global. Así, Japón acumuló en agosto un déficit comercial récord de 5,2 billones de yenes en los últimos 12 meses. Mientras las exportaciones del periodo considerado perdieron un 2,1% interanual, las importaciones avanzaron un 23,6%.

Este nuevo escenario de déficits comerciales hace que el superávit corriente sea cada vez menor, lo que podría llegar a comprometer la financiación de la deuda pública nipona, que es del 230% del PIB. En esta tesitura, el Banco de Japón, cuya política monetaria había estado entre las más restrictivas de las economías avanzadas hasta la fecha, dio luz verde a ampliar su expansión cuantitativa con el objeto de apaciguar la presión alcista sobre el yen. El programa de compras de deuda se alargará hasta diciembre de 2013 y su monto pasará de 70 a 80 billones de yenes (del 14,7% al 16,9% del PIB).

**China: la mejora que no llega**

Los datos de agosto repiten la débil tendencia de julio y apuntan a que China mantiene una tónica de desaceleración. De nuevo, la fragilidad se extiende a buena parte de los indicadores de actividad del

país aunque algunos de los indicadores de la demanda interna muestran signos de relativa robustez. En este contexto, hemos revisado a la baja nuestras previsiones de crecimiento del gigante asiático hasta el 7,6% y el 7,8% para 2012 y 2013, respectivamente.

Así, de entre los más recientes indicadores anticipados, la producción industrial, que históricamente mantiene una fuerte correlación con el crecimiento del PIB, avanzó un 8,9% interanual, por debajo del 9,1% de julio y del promedio del segundo trimestre. Igualmente, el índice de gestores de compras (PMI) volvió a bajar, situándose por primera vez desde finales del pasado año por debajo de los 50 puntos (49,2), umbral entre la zona expansiva y recesiva de la actividad industrial. Por el contrario, las ventas al por menor crecieron un 13,2% interanual en agosto, en línea con el rango del 13%-14% de los últimos meses. Asimismo, el avance de la inversión en capital fijo urbano acumulada de enero a julio se situó ligeramente por encima del 20%, emulando los meses anteriores.

En el frente exterior, las exportaciones avanzaron un escueto 2,7% interanual en agosto, que aunque por encima de la cifra de julio se sitúa muy por debajo del pro-

**De nuevo, en China, debilidad en la mayoría de indicadores de actividad de agosto.**

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

medio del 10,5% del segundo trimestre. Ni tan siquiera la segunda economía mundial ha podido esquivar la recaída de la eurozona, cuyas importaciones procedentes de China suponen un 20% del total de las exportaciones del país asiático. Por su parte, las importaciones descendieron un 2,7% interanual, lo cual situó el superávit comercial en 26.660 millones de dólares. Nuevamente, la fragilidad de las exportaciones aleja la posibilidad de una mayor apreciación del renminbi frente al dólar norteamericano.

En este entorno de moderación de la actividad económica, la inflación se mantiene relativamente baja (2%), ligeramente por encima de la cifra de julio debido al repunte del componente alimentación que se situó en el 3,4% frente al 2,4% de julio, aunque todavía por debajo del objetivo gubernamental del 4%. Ello debería facilitar una mayor relajación monetaria. Sin embargo, cada vez son más numerosos los analistas que empiezan a dudar de nuevas bajadas en los tipos de interés oficiales en lo que queda de año. La preocupación del ejecutivo ante el leve rebote del precio de la vivienda después de varios meses de desaceleración y la nueva subida de los alimentos, así como la inminente transición política, que

dificulta la toma de decisiones, son los motivos principales que se argumentan.

En ausencia de un repunte de la actividad y tras haber utilizado algunos cartuchos de política monetaria, las autoridades han aprobado un plan de inversión en infraestructuras por valor de 1 billón de renminbis (158.000 millones de dólares, alrededor del 2% del PIB del país) a ejecutar en los próximos cinco años. Para 2013, con el nuevo ejecutivo ya en posición, será importante complementar estos estímulos con medidas estructurales que apoyen la demanda interna y el sector servicios.

### Brasil: ¿al tercero irá la vencida?

Los datos de crecimiento del segundo trimestre volvieron a desencantar con un avance del 0,4% respecto al trimestre anterior, lo que en cifra interanual representa un exiguo crecimiento del 0,5%. Por componentes, la principal contribución vino de la mano de consumo e inventarios. De este modo, tras más de un año con el grifo de los estímulos abiertos, el anhelado rebote del crecimiento económico en Brasil sigue demorándose, al menos un trimestre más.

**El sector exterior se resiente ante la recaída de la eurozona.**

**Luz verde a nuevos proyectos de infraestructuras que ayudarán en la recuperación china, aunque las reformas estructurales son ineludibles.**

**La economía brasileña creció un 0,5% en el segundo trimestre.**

## BRASIL: 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	7,5	2,7	2,2	1,4	0,7	0,5	...	-
Producción industrial	10,6	0,4	0,4	-1,8	-3,5	-4,5	-4,3	...
Confianza del consumidor (*)	159,7	156,4	153,2	155,2	164,3	163,5	160,6	156,3
Tasa de paro (**)	6,7	6,0	6,0	5,2	5,8	5,9	5,4	5,3
Precios de consumo	5,0	6,6	7,1	6,7	5,8	5,0	5,2	5,2
Balanza comercial (***)	20,1	29,8	30,5	29,8	29,1	23,9	23,7	23,0
Tipo de interés SELIC (%)	10,00	11,79	12,00	11,00	9,75	8,50	8,00	7,50
Reales por dólar (*)	1,78	1,63	1,88	1,86	1,83	2,01	2,06	2,03

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.

**Esperamos un repunte de la actividad a partir del tercer trimestre, pero la presión sobre precios también será mayor.**

Los indicadores coyunturales sugieren que el tercero será mejor que el primero y el segundo juntos: la producción industrial encarrila ya dos meses seguidos de crecimiento intermensual en junio y julio, tras retrocesos sucesivos entre marzo y mayo; las ventas al por menor volvieron a crecer en junio tras retraerse en mayo y el índice de actividad económica, que aproxima el crecimiento mensual del PIB real, volvió a crecer en junio y julio tras mantenerse prácticamente invariado en mayo. Además, todo apunta a que el ritmo de ac-

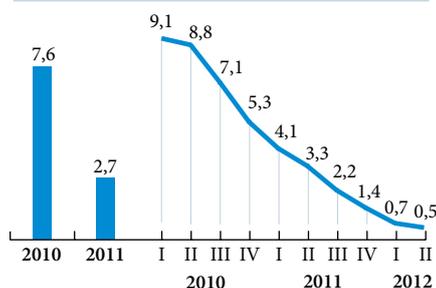
tividad habría acelerado en agosto. Dicho escenario respalda nuestra previsión de un avance intertrimestral en torno al 1% en el tercer trimestre del año y de un crecimiento para el conjunto del año cercano al 1,5%.

De todos modos, por si acaso, y ansiosas por ver una aceleración de la actividad, las autoridades brasileñas no dejan de apuntalar la economía con nuevas palancas, pasando a complementar las políticas macroeconómicas expansivas con medidas

## EVOLUCIÓN DEL PIB DE BRASIL POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual en términos reales

### PIB



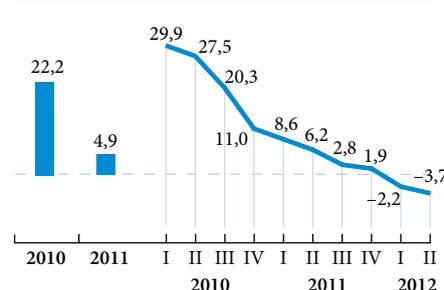
### Consumo privado



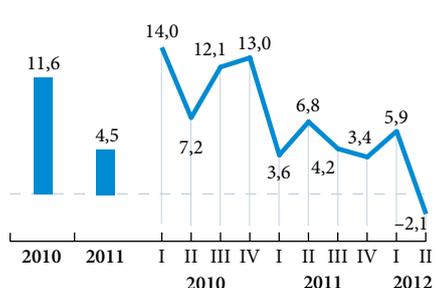
### Consumo público



### Formación bruta de capital fijo



### Exportaciones de bienes y servicios



### Importaciones de bienes y servicios



FUENTES: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, Banco Central do Brasil y elaboración propia.

para impulsar su potencial de crecimiento, como un nuevo plan de infraestructuras. Así pues, en su empeño por relanzar el gasto interno, puesto que la demanda externa se mantendrá débil, el Banco Central de Brasil rebajó la tasa SELIC otros 50 puntos básicos en agosto, hasta dejarla en otro mínimo histórico del 7,5%. Además, se intuye que, si no se percibe suficiente mejoría, podríamos incluso contemplar otra rebaja en octubre aunque posiblemente menor, pues no esperamos que la tasa de referencia baje del 7,25%. Por otra parte, la máxima autoridad monetaria brasileña también optó, por sorpresa, por reducir los requisitos de reserva a fin de dar un impulso al crédito. En el ámbito fiscal, los estímulos ya en marcha se reforzaron en agosto con una extensión de las exenciones del IVA sobre bienes duraderos, hasta finales de 2012, y de bienes de capital, hasta finales de 2013 y, también, con una aceleración del calendario de depreciaciones para bienes de capital (de 48 a 12 meses).

En un escenario en el que las tensiones en Europa tienden a moderarse y el entorno global se estabiliza, el grueso de dichos estímulos debería empezar a surtir mayores

efectos sobre la actividad en los próximos meses. En contrapartida, las actuaciones por el lado de la oferta tardarán tiempo en dar su fruto, aparte de quedar mucho camino por recorrer en términos de reformas estructurales que flexibilicen el entramado económico de la primera economía en América Latina. Por ello, es de esperar que las presiones sobre precios vayan en aumento desde ahora y a lo largo de 2013, por lo que a finales del próximo ejercicio podría volver a acercarse peligrosamente a la meta del  $4,5\% \pm 2\%$ . Ello nos lleva a anticipar un nuevo giro en la política monetaria de cara a la segunda mitad de 2013, aunque antes de subir tipos se retirarían los estímulos macroprudenciales puestos en marcha durante el último año.

### **México: vientos de cambio para una economía bimotor**

El desglose por componentes indica que el crecimiento del PIB durante el segundo trimestre, de un 4,1% respecto al mismo periodo del año anterior, derivó, principalmente, del buen comportamiento de

## **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	Agosto
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	4,5	...
Confianza del consumidor (*)	86,3	91,7	93,7	90,3	94,1	96,4	98,9	97,6
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	5,0	...
Precios de consumo	3,9	3,2	3,4	3,5	3,9	3,9	4,4	4,6
Balanza comercial (***)	-3,0	-1,5	-1,8	-1,5	-1,6	-1,3	-0,6	...
Tipo de interés oficial de Banxico (%)	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50
Pesos mexicanos por dólar (*)	12,33	11,90	13,78	13,94	12,81	13,43	13,27	13,21

NOTAS: (\*) Valor.

(\*\*) Porcentaje sobre población activa.

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

FUENTES: Banco de México y elaboración propia.

**El comité de política monetaria alerta de una posible subida de tipos si persisten las presiones sobre precios.**

consumo privado y exportaciones, con sendas contribuciones de dos puntos porcentuales. De este modo, se confirma que, tras el liderazgo inicial del sector exterior y su progresivo relevo por parte del gasto interno, la economía mexicana se beneficia, por fin, del impulso unísono de ambos motores, interno y externo.

A pesar del buen ritmo de la actividad, la posibilidad de un deterioro económico global mayor del previsto y, en especial, la incertidumbre relativa al devenir económico y político de Estados Unidos siguen imponiendo riesgos sustanciales por el flanco externo. El Comité de Política Monetaria, al tanto de dichos riesgos, optó por mantener sin cambios el tipo de interés de referencia, a pesar de que dejó traslucir una mayor preocupación por la evolución reciente de los precios alertando de la posible necesidad de subir tipos si las recientes presiones inflacionistas persisten. No obstante, el sorpresivo repunte inflacionista de los últimos meses se atribuye básicamente a *shocks* de oferta relacionados con los precios alimentarios cuyo efecto se estima transitorio, por lo que seguimos sin contemplar cambios en el tipo de interés de referencia a corto plazo.

En contrapartida, sí esperamos avances, y pronto, en el ámbito legislativo. Apurando sus últimos meses como presidente de México, Felipe Calderón ha pisado el acelerador reformista con el objetivo de dejar encarrilada una reforma que flexibilice el funcionamiento del mercado de trabajo. Sin lugar a dudas, las reformas revisten especial trascendencia para la segunda economía en América Latina ante la necesidad de dar un impulso definitivo a su potencial de crecimiento, uno de los más bajos en la región. Avanzar en el programa de reformas es uno de los principales retos que afronta Enrique Peña Nieto (del PRI) a partir del próximo día 1 de diciembre cuando recoja el testigo de Calderón (del PAN) y, dada su limitada mayoría en el Congreso,

necesitará el apoyo de la oposición para avanzar en ese frente. Por ello, le conviene respaldar la iniciativa del actual mandatario, no solo para encauzar la modernización del mercado de trabajo y dar, con ello, un necesario empujón a la competitividad, sino también a fin de establecer una base de consenso que le permita impulsar el resto de reformas pendientes. Consciente de ello, ha apremiado a los miembros de su partido en el Congreso a respaldar la propuesta del presidente Calderón y, en breve, sabremos si les convenció, puesto que la decisión de dar luz verde o rechazar la propuesta de reforma es inminente.

### **El petróleo baja, de momento**

El petróleo detiene su tendencia alcista. Entre el 20 de agosto y el 20 de septiembre, el crudo se abarató un 4,5%, retrocediendo hasta los 109,10 dólares por barril (calidad Brent, para entregas a un mes). El petróleo se sitúa así un 1,9% por encima del nivel de inicios de año y es un 2,9% más barato que hace un año.

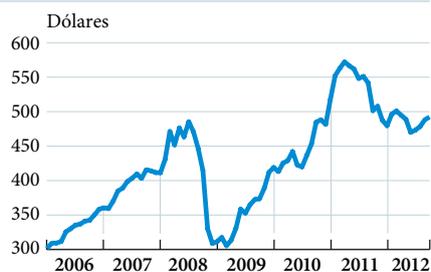
El aumento de la producción de Arabia Saudita, el mayor productor mundial, y el inminente desbloqueo de las reservas estratégicas estadounidenses hizo retroceder el precio del petróleo, compensando las apreciaciones que estaba causando el contencioso del programa nuclear iraní. La volatilidad es alta, con Arabia Saudita en el difícil equilibrio de prevenir una apreciación excesiva que afecte la demanda de las economías avanzadas, que son sus principales socios comerciales, y, al mismo tiempo, de querer evitar un conflicto abierto con Irán, que presiona contra los aumentos de producción.

La evolución del resto de las materias primas estuvo marcada por el cambio de rumbo de los metales, con el índice CRB que avanzó un tímido 0,9% entre el 20 de agosto y el 20 de septiembre. Los metales bási-

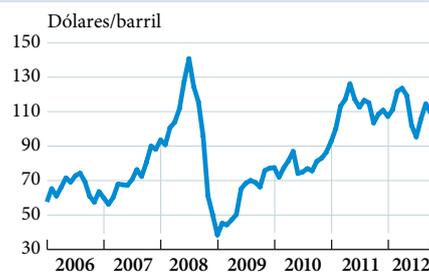
**El petróleo baja de los 110 dólares por barril y se sitúa por debajo de los niveles del año pasado.**

## EVOLUCIÓN DE MATERIAS PRIMAS SELECCIONADAS (\*)

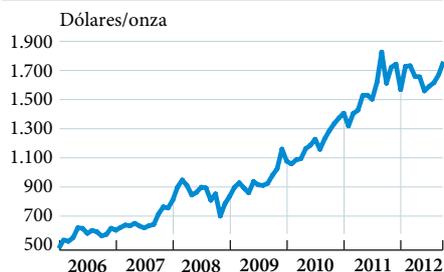
Índice CRB



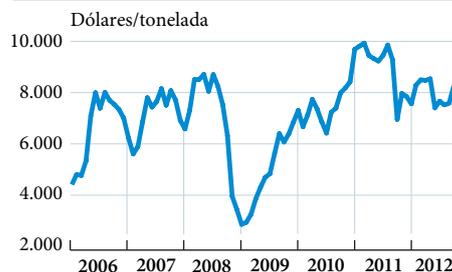
Petróleo Brent



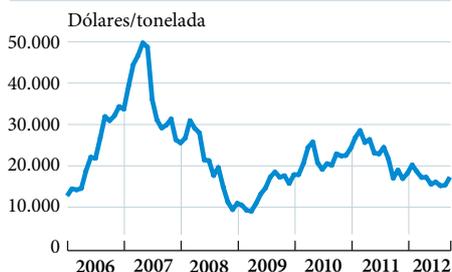
Oro



Cobre



Níquel



Trigo



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

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

cos se recuperaron con fuerza de las abruptas bajadas del mes anterior. El hierro cedió un 4,2%, después de haber llegado a perder más del 26%, mientras que el cobre se encareció un 11,1%. El aluminio, afectado por los vaivenes del petróleo, por la intensidad energética de su producción y por compo-

nentes especulativos, avanzó un 17,1%, la misma ganancia que tuvo el níquel. Aupados por la expansión cuantitativa de la Fed, los metales preciosos también subieron. La plata se apreció un 23,5% y el oro un más moderado 7,4%. Entre los alimentos, el trigo ganó un 5,2% y el café, un 6,1%.

**Arabia Saudita aumenta su producción y revierte momentáneamente la subida del petróleo.**

# UNIÓN EUROPEA

## La agenda política europea se intensifica.

## El dinamismo del sector exterior no bastó para compensar la fragilidad de la demanda interna.

### La dinamización de la demanda interna es clave para la recuperación

En las últimas semanas, se han tomado importantes decisiones para avanzar hacia una Unión Europea (UE) más fuerte y resistente en el largo plazo. Ello es imprescindible para la resolución de la crisis de la deuda soberana en el corto plazo. A pesar de estos avances en el ámbito institucional, aún planea una gran incertidumbre sobre la economía europea.

En efecto, las estadísticas publicadas recientemente apuntan a que la zona del euro se adentra en la recesión. Después del estancamiento de la actividad durante los tres primeros meses del año, el producto interior bruto (PIB) real descendió un 0,2% en el segundo trimestre de 2012, situando la tasa de crecimiento interanual en el -0,5%. La debilidad actual de la actividad se debe a la fragilidad de la demanda inter-

na, cuya contribución al crecimiento del PIB fue de -2,0 puntos porcentuales. Por otro lado, la demanda externa mantuvo su contribución positiva al crecimiento en 1,6 puntos porcentuales, aunque fue insuficiente para contrarrestar la caída de la demanda interna.

Por lo que respecta a los distintos componentes de la demanda interna, el consumo privado cayó un 0,2% intertrimestral de abril a junio, el mismo retroceso que el registrado en el primer trimestre. Para la segunda mitad del año, las perspectivas son que el consumo privado seguirá descendiendo, tal y como indica la caída del indicador de confianza en el mes de septiembre.

En cuanto a la inversión, esta retrocedió por quinto mes consecutivo y se situó en el -3,0% interanual. También se estima que la inversión empresarial continuará con-

## 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	Agosto	Septiembre
PIB	2,0	1,5	1,3	0,6	0,0	-0,5	...	...
<i>PIB Alemania</i>	4,0	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	-1,5	-2,6	...	...
<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	-1,4	-1,1	-1,7	...	...
Confianza del consumidor (*)	-14,2	-14,6	-15,9	-20,6	-20,0	-19,7	-24,6	-25,9
Producción industrial	7,4	4,6	3,8	-0,2	-1,8	-2,4	...	...
Sentimiento económico (*)	100,5	101,0	98,4	93,6	94,1	91,1	86,1	...
Índice de actividad empresarial Ifo (*)	107,8	111,3	109,8	106,9	109,2	107,3	102,3	...

NOTA: (\*) Valor.

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

trayéndose en los próximos trimestres debido a la alta incertidumbre y a las restrictivas condiciones de acceso al crédito en algunos países. Los indicadores avanzados de actividad apuntan en esta dirección. Así, el índice de gestores de compras (PMI) del mes de septiembre disminuyó significativamente con respecto al registrado en el mes anterior, pasando de 46,3 puntos en agosto a 45,9. Ello se debe en buena medida a la fuerte bajada del PMI francés, que pasó de 48,0 puntos a 44,1.

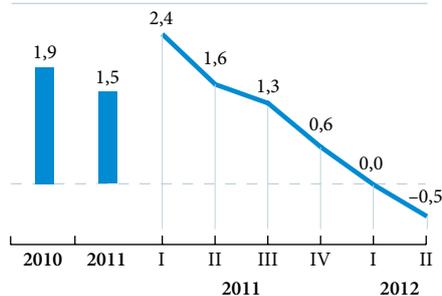
El único componente de la demanda interna con crecimiento positivo fue el consumo público, que aumentó un 0,1%. Este último dato fue un tanto inesperado sobre todo si se tienen en cuenta los esfuerzos de consolidación fiscal que deben llevar a cabo diversos países de la zona del euro. En este sentido, se espera que el impulso de esta partida sea mucho más limitado durante los próximos meses ya que la mayoría de los gobiernos debería acentuar su contención del gasto público a fin de cumplir con sus objetivos de déficit.

**Las principales economías de la zona del euro muestran una demanda interna muy débil.**

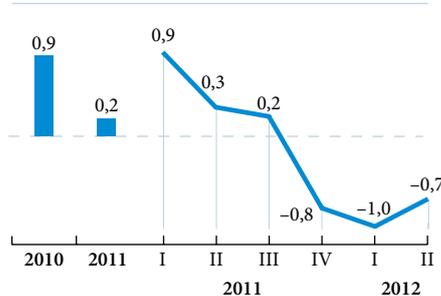
## EVOLUCIÓN DEL PIB DE LA ZONA DEL EURO POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual

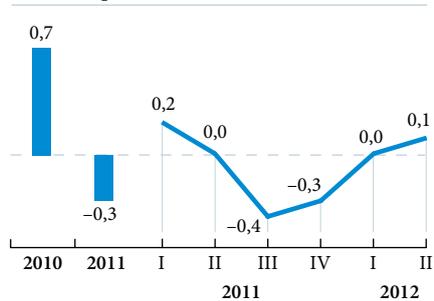
### PIB



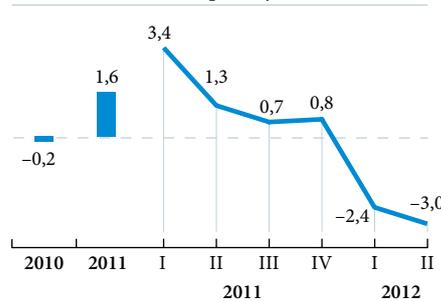
### Consumo privado



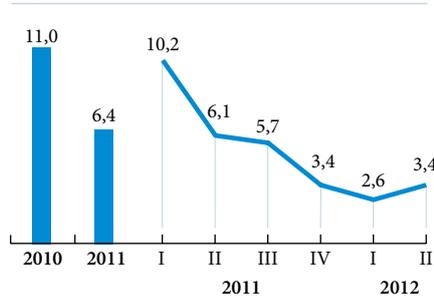
### Consumo público



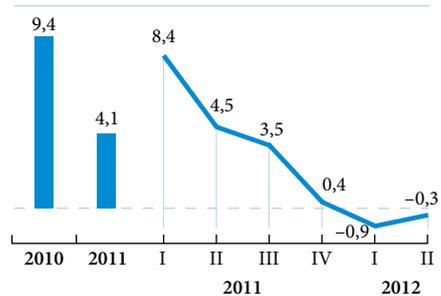
### Formación bruta de capital fijo



### Exportaciones de bienes y servicios



### Importaciones de bienes y servicios



FUENTES: Eurostat y elaboración propia.

## El BCE revisa las previsiones de crecimiento a la baja.

El análisis del desglose del PIB en el segundo trimestre de los cuatro países que conjuntamente representan el 70% del PIB de la zona del euro, Alemania, Francia, Italia y España, muestra que la debilidad de la demanda interna fue la tónica general. Ello fue así también en Alemania, el único en registrar una tasa de crecimiento positiva durante este periodo. Por su parte, la demanda externa presentó contribuciones positivas. Ello confirma que el sector exterior fue el motor de crecimiento. Sin embargo, durante los próximos meses, las expectativas son que haya una ralentización de la economía mundial, lo que podría frenar la demanda externa. Si ello acaba materializándose, la dinamización de la demanda interna será clave para que la economía se recupere.

Así pues, las perspectivas económicas de la zona del euro son claramente a la baja. Efectivamente, según las proyecciones del Banco Central Europeo (BCE) para la zona del euro, el crecimiento medio anual del PIB real se situará en un intervalo comprendido entre el -0,6% y el -0,2% en 2012. Las previsiones son un poco mejores para el año 2013, y se sitúan entre el -0,4% y el 1,4%.

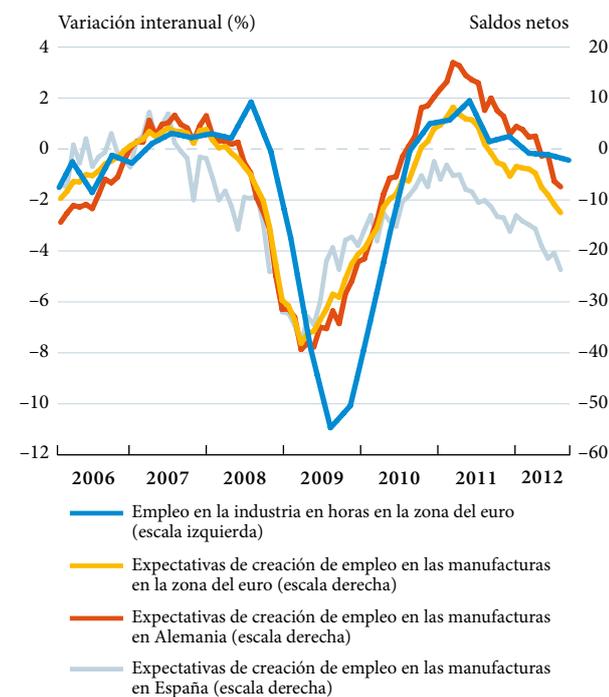
## El número de personas empleadas se mantiene constante en el segundo trimestre de 2012...

## El empleo de la zona del euro, camino hacia una recaída

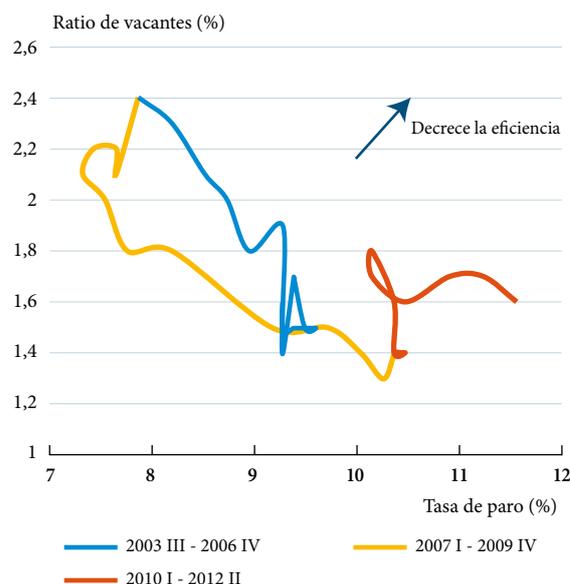
Los datos sobre la evolución del mercado laboral de la zona del euro muestran que, tras tres trimestres consecutivos de caídas moderadas en el número de personas empleadas, este se mantuvo prácticamente inalterado en el segundo trimestre.

### EL EMPLEO DE LA ZONA DEL EURO SE CONTRAERÁ EN LOS PRÓXIMOS MESES MIENTRAS SE PIERDE EFICIENCIA EN EL PROCESO DE EMPAREJAMIENTO DEL MERCADO DE TRABAJO

Indicadores de empleo



Curva de Beveridge en la zona del euro



NOTA: 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). La curva de Beveridge muestra el grado de eficiencia en el emparejamiento del mercado laboral.

FUENTES: Eurostat, encuestas de opinión de la Comisión Europea y elaboración propia.

La contracción del empleo en el conjunto de la economía durante el segundo trimestre se hizo más palpable en el total de horas trabajadas, ya que estas cayeron un 0,3% con respecto a los tres primeros meses del año. En términos interanuales, el ritmo de deterioro de la ocupación en número de horas se situó en el 0,8% y superó al descenso registrado en trabajadores, del 0,6%.

Las perspectivas para la segunda mitad del año no son optimistas. Así pues, los indicadores de opinión de la Comisión Europea de agosto sobre la voluntad de creación de empleo en los próximos tres meses anticipan que la destrucción del empleo continuará, especialmente, en la construcción y en la industria.

Por otro lado, la tasa de desempleo de julio permaneció estable en el 11,3%, tras un registro de junio que fue revisado una décima al alza. Ello supuso un incremento de 1,2 puntos porcentuales en comparación con la cifra de hace un año y se mantuvo así en niveles máximos.

En este contexto, es interesante examinar la trayectoria de la tasa de paro y de vacantes en la economía, es decir, la curva de Beveridge (véase gráfico anterior). La posición, la pendiente y los desplazamientos de esta curva son indicativos de la fase del ciclo económico y del grado de eficiencia en el emparejamiento del mercado laboral. Movimientos a lo largo de la curva, en los que las vacantes y el desempleo se mueven

**...pero se produce un ajuste en el total de horas trabajadas, que caen un 0,3%.**

**La tasa de paro de la zona del euro se sitúa en el 11,3%.**

## 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			
			III	IV	I	II	Julio	Agosto
<b>Empleo</b>								
Personas	-0,5	0,2	0,3	-0,1	-0,5	-0,6	...	...
Horas	0,1	0,1	0,1	-0,2	-0,8	-0,8	...	...
<b>Expectativas de creación de empleo (*)</b>								
Manufacturas	-7,7	2,6	1,6	-3,7	-3,7	-7,1	-10,9	-12,5
Servicios	1,5	6,3	6,2	3,2	3,0	-2,9	-3,6	-4,0
<b>Costes laborales unitarios por países</b>								
Zona del euro	-0,9	0,9	1,2	1,4	1,5	1,5	...	...
Alemania	-1,0	1,3	1,6	2,2	2,5	2,5	...	...
Francia	0,7	1,6	1,9	2,1	2,1	1,7	...	...
Italia	-0,5	0,9	1,4	1,3	1,4	3,4	...	...
España	-2,0	-1,5	-1,6	-1,4	-1,5	-2,2	...	...
<b>Tasa de paro por países (**)</b>								
Zona del euro	10,1	10,2	10,2	10,6	10,9	11,2	11,3	...
Alemania	7,1	6,0	5,8	5,7	5,6	5,5	5,5	...
Francia	9,7	9,6	9,6	9,8	10,0	10,1	10,3	...
Italia	8,4	8,4	8,5	9,2	10,0	10,6	10,7	...
España	20,1	21,7	22,0	23,0	23,8	24,7	25,1	...

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.

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

en direcciones opuestas, muestran las fluctuaciones cíclicas de la actividad económica. De esta forma, una economía en expansión se caracteriza por tener una tasa de paro baja y una ratio de vacantes elevada, mientras lo contrario se observa durante una etapa recesiva. Por otro lado, un desplazamiento hacia el exterior de toda la curva, es decir, una mayor tasa de paro por igual ratio de vacantes, señala un posible deterioro en el proceso de emparejamiento. Ello puede deberse a factores estructurales como, por ejemplo, al funcionamiento incorrecto de las instituciones del mercado laboral, o a un *shock* del modelo productivo que genera cambios en la intensidad de contratación en algunos sectores haciendo más difícil el emparejamiento en el corto plazo.

La curva de Beveridge para la zona del euro pone de manifiesto que, desde el año 2009, la relación entre el desempleo y las vacantes se ha desplazado hacia fuera, por lo que es muy probable que durante este periodo haya habido una pérdida de eficiencia en el emparejamiento del mercado de trabajo. Un análisis más detallado de la curva de Beveridge para los países más grandes de la zona del euro muestra que este deslizamiento combina sobre todo una mejora de eficiencia en Alemania con un

peor comportamiento de España y, en menor grado, Francia.

**La inflación interrumpe su senda bajista**

El índice de precios de consumo armonizado (IPCA) del mes de agosto en la zona del euro presentó un crecimiento del 2,6% en tasa interanual, un incremento de dos décimas con respecto al mes anterior, y el primer repunte de la inflación en los últimos once meses. Excluidos los componentes más volátiles, alimentación y energía, la inflación subyacente aumentó en el mes de agosto un 1,7% interanual, dos décimas menos que en el mes de julio.

Los grupos con un mayor impacto positivo en la tasa de variación del IPCA han sido los relacionados con el incremento del precio del petróleo, entre ellos: los carburantes para transporte, el gasóleo para calefacción, el gas y la electricidad. Adicionalmente, dos apartados más: el tabaco, por la repercusión de subidas impositivas que gravan el tabaco en algunos países, y la fruta fresca han impulsado la inflación. Aunque el epígrafe que ha tenido más impacto ha sido el primero: los carburantes para transporte, que aumentó un 4,2%

**ZONA DEL EURO: ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO ARMONIZADO**

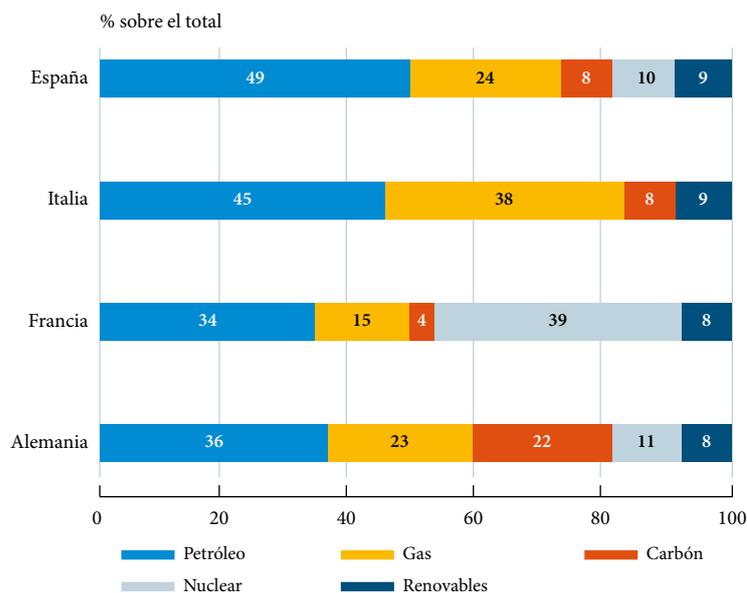
Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2010	2011	2011		2012			
			III	IV	I	II	Julio	Agosto
<b>Zona del euro</b>								
IPCA	1,6	2,7	2,7	2,9	2,7	2,5	2,4	2,6
IPCA subyacente	1,0	1,7	1,7	2,0	1,9	1,8	1,9	1,7
<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	2,2
Francia	1,7	2,3	2,3	2,6	2,6	2,3	2,2	2,4
Italia	1,7	2,9	2,6	3,8	3,6	3,6	3,6	3,3
España	2,0	3,1	2,9	2,7	1,9	1,9	2,2	2,7

FUENTE: Thomson Reuters Datastream.

## ESPAÑA E ITALIA ESTÁN MÁS EXPUESTAS A VARIACIONES EN EL PRECIO DEL PETRÓLEO

Consumo bruto energético por tipo de energía, 2009



FUENTE: Eurostat.

intermensual elevando el crecimiento interanual al 10% y repercutiendo una subida de 3,8 décimas en la variación de la tasa interanual del IPCA.

Geográficamente, el IPCA en Alemania aumentó tres décimas hasta alcanzar el 2,2% interanual, mientras que en Francia lo hacía en dos décimas hasta el 2,4%. En España la subida fue más intensa, con cinco décimas, hasta presentar un 2,7%. La excepción fue Italia, pues su inflación descendió con respecto a julio tres décimas hasta el 3,3%. En el caso italiano el fuerte impacto del precio del petróleo fue más que neutralizado con la intensa caída en vestido y calzado que hizo disminuir su precio interanual del 6,9% al 2,4%. Adicionalmente, ayudaron los retrocesos, aunque menos significativos, de alimentación y bebidas no alcohólicas, muebles y artículos para el hogar y finalmente, restaurantes.

¿Por qué en Italia y España el aumento del precio del petróleo suele repercutir con mayor virulencia en sus índices de precios?

La respuesta es sencilla: debido a su mayor dependencia del petróleo en su *mix* de consumo energético. En Italia el 83% de su consumo de energía se basa en petróleo y gas. En el caso de España es el 73%, mientras que en Alemania y Francia es un 59% y 49%, respectivamente. Es decir, las economías italiana y española están más expuestas a variaciones en el precio del crudo.

Resumiendo, el alza experimentada por los precios energéticos durante los últimos meses ha roto la senda bajista del IPCA en la zona del euro y nos obliga a revisar al alza nuestra previsión de inflación en la zona del euro para el conjunto del año dos décimas hasta el 2,5%.

### El superávit corriente aumenta pero se atisban frenos en el horizonte

El sector exterior volvió a ser el principal soporte de la economía de la zona del euro durante el segundo trimestre de 2012. Su contribución al crecimiento intertrimes-

**La demanda externa se mantiene como soporte de la economía europea.**

## SECTOR EXTERIOR

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

	2010	2011	2011		2012			
			III	IV	I	II	Julio	Agosto
<b>Zona del euro</b>								
Importaciones	21,6	14,0	11,4	6,3	4,0	1,2	2,1	...
Exportaciones	20,1	13,3	10,0	9,3	8,6	8,1	11,3	...
Balanza comercial (1)	0,7	-9,2	-21,6	-9,2	9,5	39,1	52,5	...
<b>Saldos corrientes (2)</b>								
Zona del euro	0,1	0,0	-0,2	0,0	0,1	0,5	0,6	...
<i>Alemania</i>	6,0	5,7	5,9	5,7	5,7	6,1	6,2	...
<i>Francia</i>	-1,6	-2,0	-2,2	-2,0	-1,9	-2,0	-1,9	...
<i>Italia</i>	-3,5	-3,3	-3,7	-3,3	-2,6	-1,9	-1,8	...
<i>España</i>	-4,5	-3,5	-3,8	-3,5	-3,3	-3,2	-2,7	...
<b>Tipo de cambio euro/dólar (3)</b>	<b>1,33</b>	<b>1,40</b>	<b>1,45</b>	<b>1,43</b>	<b>1,35</b>	<b>1,32</b>	<b>1,26</b>	<b>1,23</b>
<b>Tipo de cambio efectivo nominal del euro (4)</b>	<b>103,68</b>	<b>103,40</b>	<b>105,3</b>	<b>103,6</b>	<b>102,1</b>	<b>99,4</b>	<b>95,30</b>	<b>95,20</b>

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

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

(3) Valores mayores significan apreciación de la moneda.

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

FUENTE: Eurostat.

### El superávit corriente alcanza los 59.555 millones de euros, cerca del máximo de 2004.

tral del producto interior bruto, de 2 décimas, permitió neutralizar parcialmente la debilidad de la demanda interna. El mayor dinamismo de las exportaciones, que, con un aumento del 1,3% intertrimestral, superó en 4 décimas el registrado por las importaciones, explica esta nueva aportación positiva de la demanda externa, la novena consecutiva.

En términos nominales, el buen comportamiento del sector exterior se tradujo en una nueva mejora del saldo de la balanza corriente durante el segundo trimestre del año. Los datos de julio muestran el mantenimiento de esta tendencia. Así, el superávit corriente se multiplicó por 4,7 respecto al del mismo mes del año anterior. Como consecuencia, el superávit acumulado durante los últimos doce meses alcanzó los 59.555 millones de euros. Una cifra muy próxima al máximo de 2004. Como muestra el cuadro anterior, esta mejora del saldo corriente también tuvo lugar en los principales países de la zona del euro.

Sin embargo, existen dos factores que podrían debilitar la reciente tendencia del saldo corriente e, incluso, revertirla. Estos son: la evolución del precio del petróleo y el tipo de cambio del euro. Por lo que respecta al primero, el precio del Brent en euros aumentó un 29,2% entre junio y agosto de 2012. Como consecuencia el encarecimiento de las importaciones energéticas de la zona del euro durante los meses de verano frenó, muy probablemente, el ritmo de avance del superávit corriente. El impacto del encarecimiento del petróleo será más intenso en aquellos países con una mayor dependencia energética de los combustibles fósiles. Entre ellos, destacan Italia, Irlanda y España, cuyo consumo energético procedente del gas o del petróleo era de alrededor del 70% en 2010. No obstante, la apreciación del euro respecto al dólar durante agosto y, sobre todo, septiembre podría relajar levemente esta presión.

Pero la reciente apreciación de la moneda única también tendrá cierto impacto sobre

las exportaciones europeas al reducir la competitividad de sus productos y, por lo tanto, su demanda. Según un estudio del Banco Central Europeo, un aumento del 10% del tipo de cambio efectivo real provoca una contracción de las exportaciones del 1,2%. A pesar de que aún no disponemos de los datos del tercer trimestre referentes al tipo de cambio real, esperamos que haya repuntado durante este periodo. De hecho, en términos nominales observamos que el euro se apreció, entre finales de julio y finales de septiembre, un 3,2% respecto a una cesta de 20 divisas extranjeras. Sin duda, la intensa apreciación respecto al dólar estadounidense y el yen japonés contribuyó significativamente a esta revalorización del euro.

Como consecuencia, el buen tono del sector exterior mostrado durante el segundo trimestre de 2012 e inicios del tercero podría debilitarse durante el último tramo del año.

## El Banco Central Europeo alivia temporalmente las tensiones

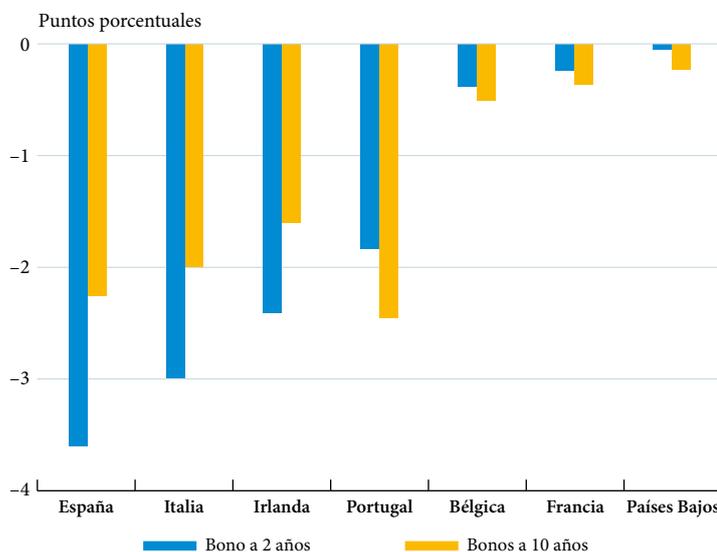
A inicios de septiembre, el Banco Central Europeo anunció un programa de compra ilimitada, aunque condicionada, de deuda soberana. El efecto de esta medida, que ha sido interpretada como un importante avance hacia la estabilidad en la zona del euro, se ha visto reforzado por el buen resultado de otros acontecimientos políticos e institucionales acaecidos durante este mes. Así, el temor a una escalada del euroescepticismo se ha visto frenado por la clara victoria de los partidos europeístas en los comicios de los Países Bajos y la sentencia favorable del Tribunal Constitucional alemán respecto al Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE). Un mecanismo, este último, que estará operativo a partir del 8 de octubre aunque su actuación directa en la recapitalización bancaria aún es una incógnita. Todo ello permite a la zona del euro iniciar el otoño con fuerzas

**El encarecimiento del petróleo y la apreciación del euro podrían frenar el ritmo de crecimiento del superávit corriente.**

**El BCE anuncia la creación de un programa de compra de deuda pública.**

## LA PRIMA DE RIESGO EN LOS MERCADOS DE DEUDA SOBERANA EUROPEOS SE REDUCE

Variación del diferencial de la rentabilidad de los bonos respecto a sus homólogos alemanes entre el máximo de julio y el 19 de septiembre



FUENTE: Bloomberg.

**Las rentabilidades de la deuda pública española e italiana se reducen intensamente.**

**Los primeros ministros de Francia y Portugal anuncian nuevos ajustes para 2013.**

**El supervisor bancario único podría ser una realidad en enero de 2013.**

renovadas para consolidar las bases de su unión económica, monetaria y fiscal.

El programa diseñado por el BCE formaliza las declaraciones de su presidente, Mario Draghi, a finales de julio y pretende aliviar las tensiones en los mercados de deuda soberana europeos. Para ello, la máxima autoridad monetaria adquirirá bonos de deuda pública con vencimientos entre 1 y 3 años en los mercados secundarios. Sin embargo, a diferencia de lo ocurrido en programas de compra de deuda anteriores, esta ayuda discrecional estará supeditada a ciertas condiciones exigidas a los países beneficiarios. Concretamente, tendrán que solicitar ayuda a los fondos europeos de rescate y, además, deberán cumplir con estrictos programas de consolidación fiscal y de reformas estructurales.

Esta medida ha permitido disipar temporalmente las dudas de los inversores sobre el mercado de deuda pública europea. Fruto de ello, la rentabilidad adicional exigida a los bonos a 2 y 10 años de los principales países europeos respecto a la de sus homólogos alemanes se ha visto reducida. En el gráfico anterior se observa que esta disminución ha sido más intensa en aquellos países con mayores opciones de beneficiarse de la compra de deuda por parte del BCE, principalmente, Italia y España. Además, en ambos casos, el diseño del programa de compra de deuda ha provocado una caída de la rentabilidad superior en el caso de los bonos a 2 años.

Sin embargo, el cumplimiento de la senda de consolidación fiscal en algunos de los países de la zona del euro está en entredicho. Según el último boletín del BCE, podrían observarse desviaciones respecto al objetivo del déficit en España, Italia, Grecia y Portugal en 2012. Además, de cara al año próximo, considera necesaria la adopción de nuevas medidas de ajuste fiscal en varios países. En este sentido, la publicación, a finales de este mes, de los presumpues-

tos públicos de 2013 en España, Francia y Portugal arrojará luz sobre las estrategias de estos países para cumplir con sus respectivos objetivos de déficit. De hecho, el primer ministro galo y el luso ya han avanzado algunos detalles sobre las nuevas medidas de consolidación.

## **La propuesta de supervisor bancario europeo ya está sobre la mesa**

El pasado 12 de septiembre la Comisión Europea presentó su propuesta de mecanismo de supervisión para todos los bancos de la zona del euro. Según esta propuesta, el Banco Central Europeo se integrará en el Sistema Europeo de Supervisión Bancaria y se ampliarán notablemente sus funciones. En particular, se le otorgarán en exclusiva competencias para supervisar el riesgo de las entidades de crédito, el cumplimiento de los requerimientos de capital, liquidez y apalancamiento, así como el control de los mecanismos de gobierno. Por su lado, los supervisores nacionales mantienen las funciones de supervisión no conferidas al BCE, como la protección de los consumidores, el proceso de información contable y la supervisión de entidades extranjeras de fuera de la Unión Europea.

También se confirman todas las competencias de la Autoridad Bancaria Europea (EBA), y en particular la homogeneización del marco regulatorio para asegurar la convergencia y consistencia de las prácticas de supervisión en toda la UE. En consecuencia, las decisiones de la EBA son vinculantes tanto para el BCE como para las autoridades nacionales.

Una de las cuestiones más sensibles concierne a los potenciales conflictos que puedan surgir entre los objetivos de la política monetaria y la vigilancia del sistema bancario. En este sentido, la propuesta define numerosos mecanismos de gobernanza

con el fin de garantizar la independencia de la política monetaria. En concreto, se establece el Consejo de Supervisión, que será el encargado de dirigir y controlar las tareas de supervisión, y el Consejo de Gobierno del BCE será el responsable último en la toma de decisiones.

La propuesta contempla un calendario de ejecución probablemente demasiado ambicioso. Se pretende que los bancos intervenidos ya sean supervisados por el BCE en enero de 2013. En junio de 2013 también los bancos sistémicos y en enero de 2014 la totalidad de entidades de la zona euro. Dado que la propuesta debe ser consultada al Parlamento Europeo y aprobada por unanimidad por el Ecofin, no sería de extrañar que se produjeran dilaciones en su implementación.

La creación de una autoridad supervisora supranacional constituye una pieza clave para la resolución de la crisis de deuda de la zona del euro. Esto es así porque la adopción del supervisor europeo es considera-

do por muchos países como una condición necesaria para que los bancos con problemas puedan ser recapitalizados directamente por los fondos de rescate europeos (FEEF y/o MEDE), y así romper el vínculo existente entre riesgo bancario y soberano.

Estos avances en el ámbito institucional deberían contribuir a aliviar las tensiones en los mercados financieros, y por lo tanto ayudar al incremento de la oferta de crédito. Sin embargo, la caída de la actividad económica y el desapalancamiento en curso de los balances de hogares y empresas mantienen la demanda de crédito muy débil, lo que ha contribuido a la reducción de la financiación al sector privado. En concreto, el crecimiento interanual del crédito a las sociedades no financieras y a los hogares en julio fue del -0,2% y el 1,1%, respectivamente.

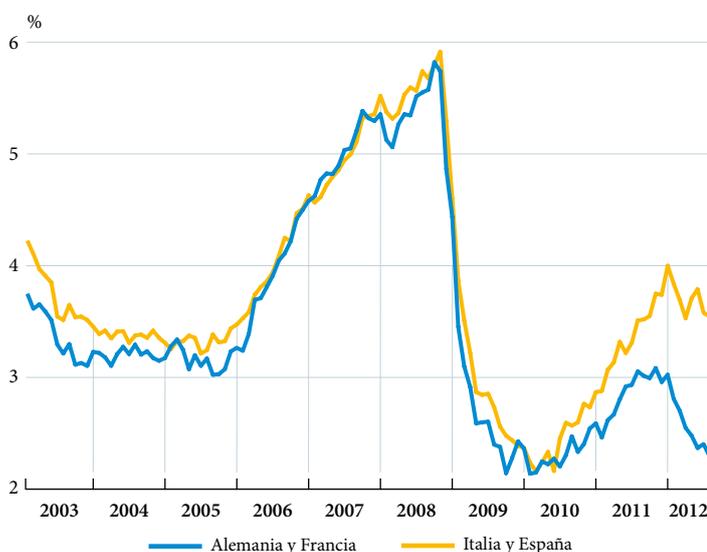
Los préstamos a empresas y hogares siguieron experimentando una reducción del tipo de interés durante el mes de julio en el conjunto de la zona del euro. Así, el

**Se reduce la financiación a los sectores no financieros.**

**Se amplía el diferencial de tipos de interés entre los países de la zona del euro.**

## DIVERGENCIA EN LOS COSTES DE FINANCIACIÓN DE LAS EMPRESAS

Promedio del tipo de interés efectivo de préstamos a sociedades no financieras distintos de líneas de crédito y descubiertos hasta un año



FUENTES: Banco Central Europeo y elaboración propia.

## 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	Agosto
<b>Financiación al sector privado (1)</b>								
Sociedades no financieras	-0,9	2,0	2,3	1,9	0,7	0,2	-0,2	...
Hogares (2)	2,7	2,8	2,7	2,2	1,9	1,3	1,1	...
<b>Depósitos (1)</b>								
Depósitos a la vista	8,8	1,3	0,9	0,9	1,7	2,3	4,2	...
Otros depósitos a corto plazo	-5,2	2,7	3,3	2,2	2,9	2,7	2,2	...
Instrumentos negociables	-7,3	1,2	3,8	2,5	4,1	4,6	6,4	...
<b>Tipo de interés del mercado monetario (%)</b>								
Repo BCE	1,00	1,25	1,42	1,42	1,00	1,00	1,00	0,75
Euríbor a 3 meses	0,80	1,38	1,57	1,54	1,14	0,71	0,65	0,38
Euríbor a 12 meses	1,34	1,99	2,15	2,08	1,76	1,32	1,21	0,94
<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	2,4	...
Préstamos a los hogares para adquisición de vivienda (4)	2,7	3,3	3,4	3,5	3,4	3,2	3,1	...
Depósitos hasta 1 año de los hogares	2,1	2,6	2,7	2,8	2,9	2,7	2,8	...

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.

tipo de interés de los créditos a las sociedades no financieras pasó del 3,0% a finales de 2011 al 2,4%. Los tipos de interés de los préstamos a hogares para la adquisición de vivienda también se han reducido en lo que va de año, pero en menor medida, situándose en el 3,1%. Esta evolución de los tipos de interés se debe en gran medida a la política monetaria expansiva del BCE.

Sin embargo, la reducción de los costes de financiación se está produciendo de forma desigual en los distintos países de la zona del euro. Tal y como se observa en el gráfico anterior, desde el verano de 2010 se ha iniciado una divergencia en los tipos de interés que soportan las empresas no financieras en los distintos países de la zona del euro. Este diferencial de tipos de interés se ha ampliado en los últimos meses, lo

que evidencia las dificultades a las que se enfrenta la máxima autoridad monetaria europea para que su política monetaria sea efectiva.

En este sentido, es de suma importancia la decisión que tomó el pasado 6 de septiembre de realizar compras ilimitadas de deuda pública en el mercado secundario, siempre y cuando se solicite ayuda de los fondos de rescate europeos y se cumplan sus condiciones. Estas compras deberían reducir las tensiones en los mercados financieros, un paso indispensable para mitigar los diferenciales de tipos de interés soportados por hogares y empresas. Unas condiciones de acceso al crédito similares son un elemento imprescindible para avanzar hacia una mayor integración financiera de la zona del euro.

## Europa emergente: debilidad de la actividad e inflación enquistada, un tándem peligroso

Con el flanco financiero en vías de estabilización, la atención se ha centrado en las últimas semanas en el proceso de deterioro de la actividad, preocupante tanto porque la intensidad del proceso se está ampliando como por el hecho de que las perspectivas inmediatas de la eurozona no son positivas. Adicionalmente, la situación de la inflación, sin revestir un dramatismo excesivo, complica las decisiones de política monetaria, aumentando la incertidumbre sobre los desarrollos futuros que cabe esperar en Europa emergente.

Así, de entrada, la noticia más visible de la región ha sido el hecho de que durante las últimas semanas se ha asistido a una notable reducción de las tensiones financieras en materia de prima de riesgo. Tras la clarificación del Banco Central Europeo (BCE) sobre las modalidades de interven-

ción en el mercado de deuda pública, la decisión del Tribunal Constitucional alemán sobre la constitucionalidad del Mecanismo Europeo de Estabilidad y el anuncio de la Reserva Federal sobre nuevas medidas de estímulo monetario (lo que se ha venido a conocer como *Quantitative Easing 3* o QE3), la prima de riesgo de Polonia, Hungría, Rumania, la República Checa y Eslovaquia se ha distendido notablemente. Ya se había producido un primer movimiento en esta línea en julio pasado, cuando el BCE había anunciado su intención de ser más activo en los mercados de deuda.

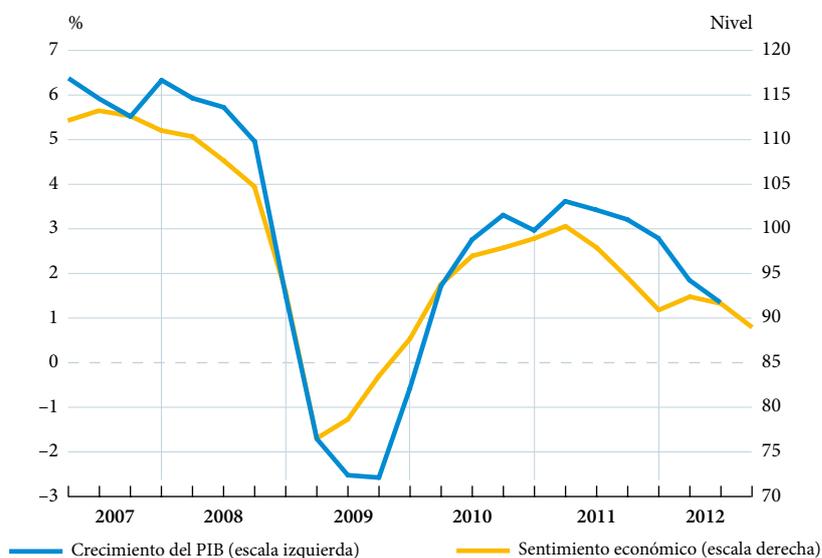
Con el frente financiero internacional menos estresado, el aspecto que ahora toma mayor protagonismo es el referido estrictamente a la evolución de la actividad. Los datos de contabilidad nacional del segundo trimestre confirmaban que la debilidad económica estaba agravándose en todos los países. La diferente posición en materia de actividad no venía explicada tanto por

**En Europa emergente, las tensiones financieras han remitido...**

**...dejando como principal foco de preocupación la ralentización económica.**

### MAYOR DEBILIDAD EN EL TERCER TRIMESTRE EN EUROPA EMERGENTE

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



NOTA: (\*) Media ponderada de Polonia, Hungría, la República Checa, Eslovaquia y Rumania. El dato del tercer trimestre de 2012 del sentimiento económico es el correspondiente al promedio de julio y agosto.

FUENTES: Eurostat, Comisión Europea, Thomson Reuters Datastream y elaboración propia.

**Durante el tercer trimestre la actividad ha seguido perdiendo fuelle, y todo apunta a que dicho proceso dista de estar finalizado.**

**A pesar de la debilidad de la demanda, la inflación se mantiene en el 4% interanual desde 2011, y existen riesgos al alza relevantes.**

**Los bancos centrales de la región priorizan el apoyo al crecimiento y están iniciando un proceso de rebaja de los tipos de intervención.**

el tono de la demanda interna (con la salvedad, parcial, de Polonia) como por el distinto grado de crecimiento que aporta el sector exterior en estos países.

Dado que la evolución prevista para la eurozona, principal mercado de destino de las exportaciones de los países de Europa emergente, es negativa (y no se espera un crecimiento intertrimestral del PIB hasta el primer trimestre de 2013), cabe esperar que la senda futura de las exportaciones siga siendo a la baja en los próximos tiempos. De hecho, y como puede observarse en el gráfico precedente, los indicadores de sentimiento económico del tercer trimestre (se dispone de datos de julio y agosto) apuntan a una nueva ralentización de la actividad. Si se extrapola dicha tendencia a la variación del producto interior bruto (PIB) del conjunto de la región, en el tercer trimestre el PIB crecería por debajo del 1% interanual, frente al 1,4% interanual del periodo de abril a junio.

Un factor que complica adicionalmente la coyuntura es la inflación. Aunque por el momento no tiene sentido una alarma excesiva, lo cierto es que el crecimiento interanual de los precios está enquistado en el 4% desde aproximadamente mediados de 2011. Esta cifra se puede considerar elevada dada la tónica de debilidad de la demanda que las economías de Europa emergente están experimentando. Además, lo más probable es que en los próximos meses los componentes más volátiles del índice tiendan a acelerarse apreciablemente.

El componente de alimentación ya está, de hecho, reflejando el notable tensionamiento de las materias primas alimentarias, como indica su aceleración hasta el 5,4% interanual en agosto pasado (en abril pasado la tasa de avance era de solo un 2,4%).

Y aunque el componente energético se ha desacelerado apreciablemente, debido fundamentalmente a que los precios del petróleo estaban en agosto un 9% más bajos que hace un año, durante los próximos meses es probable que la tendencia se revierta en parte. Cabe mencionar, finalmente, que esta valoración general que sitúa a la inflación más como un riesgo futuro que como una amenaza presente tiene su excepción en Hungría, un país cuya inflación se situó en agosto en el 6% interanual, y su componente alimentario por encima del 9%.

En esta tesitura, que combina la pérdida de ritmo económico con una inflación enquistada y con riesgos al alza, los bancos centrales de la región han empezado a mover ficha desde hace unos meses decantando el dilema entre mayor rigor antiinflacionista o un apoyo a la actividad más clara a favor del segundo objetivo. En junio pasado, el banco central de la República Checa redujo en 25 puntos básicos su tipo de intervención, hasta el 0,5%. Hungría realizó movimientos similares en agosto y septiembre (situando el tipo de intervención en el 6,25%).

Tras estos movimientos, se esperan nuevos descensos del tipo de interés en los próximos meses. Polonia, hasta la fecha inactiva en este frente, podría iniciar en octubre, con un descenso de también 25 puntos básicos, una senda de disminuciones del tipo de interés. Incluso la República Checa, cuyo reducido nivel del tipo de interés de referencia limita su capacidad en este ámbito (aunque se prevé que reduzca hasta el 0,25% el tipo de referencia para finales de 2012), ha anunciado que está estudiando medidas excepcionales de expansión monetaria.

# MERCADOS FINANCIEROS

## Mercados monetarios y de capital

### Pasos hacia el final del túnel

El clima financiero internacional ha experimentado una prometedora mejoría durante el mes de septiembre. Diversos bancos centrales se han decantado, finalmente, por el uso de medidas extraordinarias de gran calado, circunstancia siempre bienvenida por los inversores. Asimismo, en el ámbito de la eurozona, los líderes políticos han logrado avances destacados en una senda que, con determinación, esfuerzo y suerte, debería conducir a una unión monetaria más estable. Ambos factores han contribuido a detener el deterioro de las expectativas de crecimiento económico y a recomponer la confianza de los inversores, propiciando un aumento del apetito por los activos con riesgo. Sin embargo, este optimismo de las últimas semanas se enfrenta a obstáculos inmediatos cuya superación no será fácil. En primer lugar, los inversores globales siguen atentamente los movimientos del Gobierno de España, a la espera de si finalmente apelará al fondo de rescate europeo para un segundo plan de ayuda, y los términos de la misma en su caso. Por otro lado, es crucial la dinámica que emprenda la desaceleración del crecimiento global, muy destacadamente en los países emergentes, cuya persistente debilidad empieza a crear nerviosismo ante la posibilidad de que desemboque en una aterrizaje brusco o en un estancamiento prolongado. Por último, se esperan con impaciencia las decisiones que las autoridades políticas de Estados Unidos adopten en materia de política presupuestaria tras las elecciones de noviembre.

### Los bancos centrales despliegan la «artillería pesada»

Durante las últimas semanas, los principales bancos centrales cumplieron con creces lo que la mayoría de observadores anticipaba. Enfrascados en la tarea de proporcionar impulsos a la renqueante economía, el Banco Central Europeo, la Reserva Federal y el Banco de Japón anunciaron la adopción de nuevas medidas monetarias de carácter extraordinario. Si bien los procedimientos difieren en aspectos de contenido y forma, comparten el objetivo intermedio de relajar las condiciones financieras y el propósito final de impulsar la actividad económica.

En la eurozona, el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) acordó en septiembre mantener los tipos oficiales en el nivel mínimo histórico del 0,75%. Las recientes presiones inflacionistas derivadas del encarecimiento de la energía y las expectativas sobre el crecimiento económico de la región han sido argumentos suficientes para sustentar esta decisión. Sin embargo, la entidad presidida por Mario Draghi aprobó la relajación de las condiciones para la concesión de préstamos a los bancos. En concreto, se han eliminado los requisitos de *rating* mínimo para los activos emitidos o garantizados por los Estados miembros, y también se admitirán como activos de garantía aquellos denominados en dólares, libras y yenes.

Pero la decisión más relevante de la reunión fue el acuerdo referido a la interven-

**Los bancos centrales y los políticos de la eurozona centran la atención de los mercados.**

**Las autoridades monetarias optan por incrementar aún más los estímulos.**

**El BCE mantiene los tipos oficiales y relaja las reglas sobre colaterales.**

**El banco central se compromete a comprar deuda de los países que hayan solicitado ayudas al FEEF/MEDE.**

**El BCE será el supervisor único en la futura unión bancaria europea.**

**La Fed aprueba la tercera ronda de compra de activos.**

ción directa de la entidad en los mercados secundarios de deuda soberana de los países de la periferia. Este programa es la materialización de la voluntad de la institución, manifestada públicamente desde comienzos del verano, de participar activamente en la resolución de la crisis de deuda soberana. Bajo la interpretación de que las elevadas tensiones sufridas por los bonos de estos países estaban reflejando, en parte, un injustificado riesgo de ruptura de la unión monetaria, el BCE ha acordado la puesta en marcha de un programa denominado Operaciones Monetarias de Compraventa (OMC). La finalidad de las OMC es salvaguardar la adecuada transmisión de la política monetaria y el carácter único de la misma. A través de estas operaciones, el BCE podrá realizar compras de deuda pública de aquellos países que hayan aceptado la condicionalidad estricta y efectiva contenida en un programa con el FEEF o el MEDE (los fondos de rescate constituidos por los Estados miembros). Aunque no se han establecido límites cuantitativos a las actuaciones, sí se sabe que se centrarán en los plazos más cortos de la curva de rentabilidades (entre 1 y 3 años). Los parámetros para la toma de decisiones sobre la compra de deuda estarán basados en los niveles de rentabilidad, los diferenciales de la deuda, la volatilidad y la liquidez de los mercados. Con el fin de eliminar las distorsiones que las OMC podrían generar en el sistema, el BCE también se compromete a esterilizar (drenar) íntegramente la liquidez aportada por la compra de bonos. Asimismo, el banco central ha aceptado recibir el mismo trato (*pari passu*) que el resto de acreedores, en lo que respecta a los bonos emitidos por los países de la eurozona. Gracias a este compromiso explícito de actuación, Draghi ha logrado transmitir a los mercados una señal poderosa sobre la irreversibilidad de la unión monetaria.

En paralelo a esa función de máxima autoridad monetaria, cabe destacar igualmen-

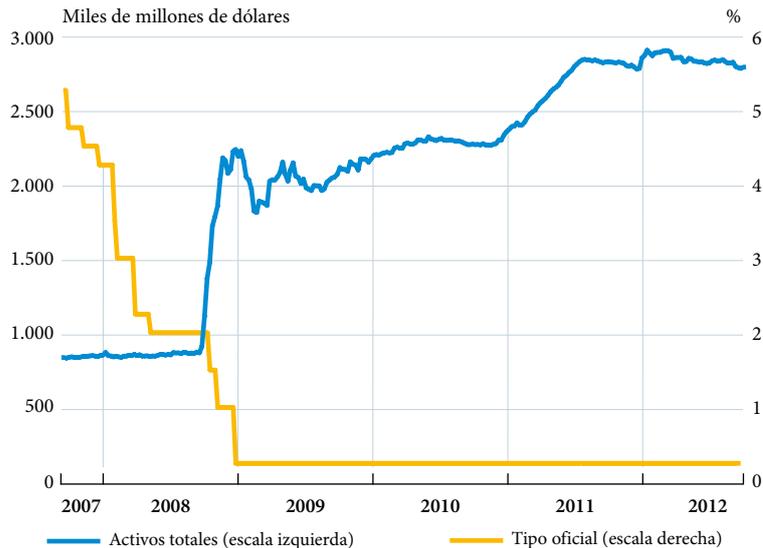
te la tarea esencial que con toda probabilidad se le encomendará al BCE en la futura unión bancaria europea. Según una propuesta realizada por la Comisión Europea a principios de septiembre, el BCE asumiría las responsabilidades básicas en el mecanismo único de supervisión, en virtud de las cuales ejercerá directa o indirectamente el control sobre el conjunto de bancos de la eurozona.

En Estados Unidos, la Reserva Federal (Fed) también ha dado un impulso sobresaliente a su estrategia monetaria. A la vista de la lenta creación de empleo, derivada de una tasa de crecimiento del PIB en torno al 2%, la entidad acordó en su última reunión dos actuaciones que aumentan, aún más si cabe, el grado de laxitud de su política. En primer lugar, y con el objetivo de apoyar la recuperación económica y mantener estable la inflación, la Fed ha puesto en marcha la tercera ronda de expansión cuantitativa (*Quantitative Easing*, QE3). En esta ocasión, la entidad centrará su actuación en la adquisición de titulizaciones hipotecarias por valor de 40.000 millones de dólares al mes. La duración no ha sido prefijada, sino que se supedita a que la economía se haya recuperado completamente. Además de este programa, la Fed mantendrá vigente hasta final de año la Operación Twist, así como la política de reinversión del principal y los intereses de la deuda que tiene en su cartera. En consecuencia, a través de estas operaciones la institución seguirá aumentando a un ritmo notable el volumen o tamaño de su balance. Según Ben Bernanke, presidente de la entidad, con esta batería de medidas se pretende relajar los tipos de interés a largo plazo (tipo de referencia para las hipotecas), dar soporte al mercado inmobiliario y permitir la mejora de las condiciones financieras.

En segundo lugar, y conjuntamente a esas medidas cuantitativas, el Comité de la Reserva Federal ha anunciado el propósito

## LA RESERVA FEDERAL ANUNCIA MEDIDAS DE FLEXIBILIZACIÓN MONETARIA

Tipo de interés oficial de la Fed y activos totales en balance



FUENTE: Bloomberg.

de mantener los tipos oficiales en el rango actual (0%-0,25%) hasta mediados de 2015, una fecha posterior a la de finales de 2014 anteriormente comunicada. Este retraso de la fecha de inicio de las subidas de tipos de interés está en línea con la revisión a la baja de las estimaciones de crecimiento realizadas por la Fed, que espera un incremento del PIB entre el 1,7% y el 2% para 2012, y por lo tanto una reducción más lenta del *output gap*.

Por su parte, el relajamiento de la política monetaria ha seguido dominando también el contexto económico de los países emergentes. Los datos recientes de coyuntura ponen de manifiesto que, en gran parte de estos países, el proceso de ralentización de la actividad está siendo superior a lo inicialmente previsto por las autoridades. Parece que los esfuerzos ya realizados por los bancos centrales se muestran insuficientes para lograr afianzar el crecimiento económico, lo que hace necesarios estímulos monetarios y fiscales adicionales. Este es el caso de Brasil, donde al nuevo recorte del tipo de interés oficial (hasta el

7,50%) se ha unido el anuncio de un ambicioso plan de inversiones en infraestructuras para estimular la economía. En China, la continuidad del deterioro del ritmo de crecimiento económico hace prever nuevas acciones por parte de la autoridad monetaria. La implementación de algunas de estas medidas probablemente estará vinculada al cambio estructural del modelo económico.

En este marco monetario, el proceso de ajuste a la baja de los tipos de interés interbancarios se ha extendido. En el caso concreto de la eurozona, la mejora de las primas de riesgo gracias a los progresos en la resolución de la crisis soberana de la región, y la estabilización de la banca de los países en dificultades, han facilitado el descenso de los tipos euríbor hasta mínimos históricos. En el mercado norteamericano, el anuncio de la nueva ronda de compra de bonos por parte de la Fed, y la ampliación del periodo de tipos oficiales reducidos, han propiciado la caída de los tipos de interés líbor, de nuevo cerca de sus mínimos históricos.

**La Fed mantendrá los tipos en niveles excepcionalmente bajos hasta mediados de 2015.**

**Los bancos centrales de los países emergentes mantienen el signo expansivo de sus políticas.**

**El euríbor desciende hasta mínimos históricos.**

## 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>									
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	0,75	0,28	0,81	0,25	0,42	0,19	0,50	0,68	0,00
Septiembre (1)	0,75	0,23	0,70	0,25	0,37	0,19	0,50	0,62	0,05

NOTAS: (1) Día 24.

(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.

### La rentabilidad de la deuda soberana de los países de la periferia descende.

### Mejora la prima de riesgo de la periferia europea

Como era de esperar, la evolución de los mercados de deuda pública durante el mes de septiembre ha estado marcada por los acontecimientos relativos a la crisis de la eurozona y por las actuaciones de los bancos centrales. En la escena europea, la marcha de la economía española y el impacto de las decisiones comunitarias sobre la misma han dominado el ánimo de los inversores. Las medidas estructurales adoptadas por el Gobierno, entre las que destaca la reforma del sector financiero, fueron aplaudidas por los líderes europeos y por las agencias de *rating*, que decidieron mantener la calificación de España. El res-

paldo en los mercados se tradujo en el descenso de la *yield* del bono a 10 años hasta el 5,60%, el nivel más bajo en cinco meses. Adicionalmente, otros factores se han sumado para mantener la rentabilidad de la deuda española por debajo del 6%. Uno es el plan de apoyo del BCE a las economías de la periferia, aunque bajo la condición de la solicitud previa de un programa de rescate. Otro, la legitimación del MEDE por parte de la Corte Constitucional alemana. Y un tercero, el triunfo de los partidos pro euro en las elecciones legislativas de Holanda. Esta mejora del entorno soberano ha sido aprovechada por el Tesoro de España para emitir cerca de 9.400 millones de euros en letras y obligaciones, logrando un buen nivel de aceptación

## 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>								
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	1,33	2,16	6,86	5,85	1,55	0,80	1,46	0,52
Septiembre (*)	1,57	2,30	5,76	5,10	1,73	0,79	1,82	0,59

NOTA: (\*) Día 24.

FUENTE: Bloomberg.

entre los inversores extranjeros, así como un coste de financiación menos gravoso. Sin embargo, a pesar del efecto beneficioso de estos factores, la prima de riesgo española ha seguido mostrando dificultades para emprender una senda firme hacia la normalización. En la recta final de septiembre, ha aumentado la rumorología sobre la posibilidad de que el Gobierno solicite oficialmente un rescate de mayor envergadura. Igualmente, las reticencias mostradas por algunos Estados miembros de la Unión Europea, entre ellos Alemania, a la propuesta de la unión bancaria europea y a la función del BCE como supervisor bancario único, han planteado nuevos obstáculos a la capacidad efectiva del MEDE para respaldar a España, y parece que van a retrasar el cumplimiento del calendario de compromisos europeos.

Por su parte, las *yields* de la deuda pública de las economías con mayor solvencia crediticia, es decir, Alemania y Estados Uni-

dos, han experimentado ligeros movimientos al alza durante el mes de septiembre, aunque siempre dentro de los rangos mínimos históricos. En el caso de Alemania, conforme los riesgos de ruptura del euro y las probabilidades de restructuración de la deuda de los países de la periferia se han aminorado, el precio de los títulos a 10 años ha cedido. El establecimiento de una hoja de ruta para la estabilidad financiera de la eurozona, y el desarrollo de iniciativas gubernamentales para resolver la crisis, han generado entre los inversores un aumento de la preferencia por aquellos valores con un perfil de riesgo y rentabilidad mayor que la ofrecida por el *bund* alemán. En el caso de Estados Unidos, el comportamiento de los bonos del Tesoro ha sido parecido, pero las razones han sido otras. Como era de esperar, el anuncio de las medidas de la Fed y su compromiso de actuación en favor del crecimiento han impulsado levemente al alza las expectativas a largo plazo sobre el binomio crecimiento/inflación.

**El Tesoro de España aprovecha la mejora del entorno financiero para realizar nuevas emisiones de bonos.**

**Los inversores prefieren activos de mayor riesgo ante la escasa rentabilidad de los bonos de países AAA.**

## La política de la Fed deprecia el tipo de cambio del dólar frente a las principales divisas.

También ha incidido el curso de los flujos de inversión de los *mutual funds* norteamericanos, que han salido de la deuda pública para dirigirse hacia la deuda corporativa y la renta variable.

### El euro avanza posiciones ante las medidas institucionales

Los mercados de divisas han sido testigos de un repunte de la volatilidad a raíz de los acontecimientos ocurridos a ambos lados del Atlántico. Siguiendo con la tendencia iniciada a mediados de agosto, el cruce entre el dólar y el euro se ha decantado a favor de la divisa europea gran parte de septiembre. El tipo de cambio del euro ha alcanzado los 1,31 dólares. Dos son los factores que justifican este movimiento. El primero, el anuncio de la Fed de un programa de compra de bonos (QE3) más amplio de lo esperado y el alargamiento del

periodo de los tipos oficiales en el rango mínimo hasta 2015. El segundo, la mejora del entorno financiero en la eurozona. La sucesión de eventos favorables propiciados por los Estados miembros así como por la máxima autoridad monetaria, ha propiciado el descenso de los riesgos de ruptura del euro o abandono por parte de algún país, favoreciendo las perspectivas de recuperación económica de la región.

Sin embargo, la otra cara de la moneda la representan las divisas de los países emergentes. La laxitud monetaria anunciada por la Reserva Federal impulsa la depreciación del dólar, no solo frente al euro, sino frente a la gran mayoría de monedas internacionales. Esta circunstancia conlleva al encarecimiento de los bienes y servicios exportados por las economías emergentes, poniendo en peligro su recuperación económica. Al hilo de esta cuestión, varios gobernadores de bancos cen-

## TIPOS DE CAMBIO DE LAS PRINCIPALES MONEDAS

24-09-2012

	Tipo de cambio	% variación (*)		
		Mensual	s/diciembre 2011	Anual
<b>Frente al dólar de EE. UU.</b>				
Yen japonés	78,0	-0,8	1,4	2,2
Libra esterlina	0,617	2,4	4,1	3,9
Franco suizo	0,937	-2,4	-0,1	3,8
Dólar canadiense	0,981	-1,1	-4,1	-4,5
Peso mexicano	12,938	-1,8	-7,7	-4,7
<b>Frente al euro</b>				
Dólar de EE. UU.	1,291	-3,1	0,4	4,6
Yen japonés	100,7	2,3	1,0	-2,6
Franco suizo	1,209	0,7	-0,6	-0,9
Libra esterlina	0,797	0,7	-4,6	-9,1
Corona sueca	8,509	2,9	-4,8	-8,2
Corona danesa	7,456	0,1	0,3	0,2
Zloty polaco	4,157	1,6	-7,4	-6,3
Corona checa	24,94	0,2	-2,6	1,2
Forint húngaro	283,0	1,7	-11,3	-2,4

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

FUENTE: Bloomberg.

trales emergentes han mostrado su disconformidad con las medidas de la Fed, advirtiendo de la amenaza que representan para sus tasas de crecimiento económico.

## Regresan las emisiones de bonos corporativos de la periferia

El giro favorable del entorno financiero y económico en la eurozona y Estados Unidos ha sido bien recibido en los mercados de renta fija corporativa. Siguiendo con la tendencia iniciada el mes anterior, septiembre se ha caracterizado por un elevado volumen de emisiones de bonos corporativos. Esta intensa actividad del mercado primario de crédito se ha beneficiado, principalmente, de las facilidades ofrecidas por los respectivos bancos centrales. En efecto, el aumento de la demanda se apoya en buena medida en la perspectiva de tipos de interés muy bajos para los activos monetarios seguros. En el mercado norteamericano, las emisiones de bonos de baja calidad crediticia y elevada rentabilidad (*high yield*) han sido las grandes protagonistas, hasta el punto de alcanzar los tipos de interés más bajos en 12 años. En Europa, la noticia más destacada es el retorno de las emisiones de los países de la periferia a los mercados, tras varios meses de ostracismo.

El reciente compromiso del BCE de adquirir deuda soberana de los países en dificultades, bajo previa activación de las ayudas del MEDE, ha suscitado el estrechamiento de las primas de riesgo soberanas de estas economías. Esta circunstancia ha sido aprovechada por las compañías no financieras, que han acudido a los mercados primarios de deuda con el fin de obtener recursos que a través del canal bancario escasean. En el caso de España, varias empresas han aprovechado esta coyuntura para realizar nuevas emisiones, obteniendo satisfactorias ratios de demanda por parte de los inversores, como es el caso de Telefónica, Iberdrola y Gas Natural. Pero

es probablemente en el sector bancario donde las medidas del BCE han sido mejor recibidas. La elevada exposición de las entidades a la deuda de sus gobiernos había supuesto, hasta el momento, un gran obstáculo para su acceso a la financiación en los mercados de capitales. El hecho de que el banco central haya relajado las reglas sobre el colateral que acepta (eliminando las limitaciones del *rating*) supone un alivio para muchos bancos, que o bien apenas disponían de activos elegibles como colateral descontable o bien tenían bastantes dificultades de acceso a los mercados mayoristas de financiación. Gracias a esta norma, varias entidades de España e Italia han relanzado sus emisiones de bonos aprovechando el estrechamiento de los *spreads* de la deuda financiera *senior*.

En el contexto de los países emergentes, los mercados de renta fija corporativa han seguido mostrando un comportamiento favorable, independientemente de los acontecimientos en los países desarrollados. Septiembre ha sido un buen mes para las nuevas emisiones, donde destacan las realizadas por las compañías del sudeste asiático, y en concreto China. A la intensa actividad crediticia de sus empresas hay que unir las medidas introducidas por las autoridades monetarias para dar más profundidad y liquidez a estos mercados.

## Las bolsas aplauden los cambios del entorno financiero

Al igual que ha ocurrido en el resto de mercados, la evolución de la renta variable también ha sido un reflejo de los cambios que se han producido en los escenarios monetario y político generales. La reducción de los riesgos procedentes de Europa y el aumento de la laxitud de las condiciones monetarias globales han sido razones suficientes para dar continuidad al *rally* que las bolsas iniciaron a mediados de agosto. Aspectos como la ralentización contemporánea de la

**Los mercados de renta fija se aprovechan de la coyuntura de tipos de interés bajos.**

**Las compañías de países de la periferia europea regresan a los mercados primarios.**

**Las bolsas mantienen un pulso estable.**

## El Ibex 35 todavía registra pérdidas desde principios de año.

economía global o las calificaciones crediticias de las agencias de *rating* han pasado a un segundo plano en las percepciones de los inversores durante las últimas semanas. La gran mayoría de índices bursátiles de los países desarrollados recogen ganancias desde principios de año, con especial mención al S&P 500, que ha superado los niveles correspondientes a la quiebra de Lehman Brothers. No obstante, y a pesar de haber experimentado un fuerte ascenso, el Ibex 35 todavía acumula pérdidas cercanas al 5% desde enero. Otro aspecto significativo, y que da soporte a la tendencia alcista de las bolsas, es la paulatina reducción de la incertidumbre. Medida a través de la volatilidad implícita de los índices, se observa cómo los anuncios de los bancos centrales y las distintas aproximaciones a la estabilidad financiera de la eurozona han propiciado un descenso de la volatilidad, tanto en Estados Unidos como en Europa.

En el ámbito de la eurozona, la clarificación de la postura del BCE ha beneficiado a todos los sectores económicos, pero especialmente al sector bancario, que había sufrido duramente el castigo de los inver-

sores por su vinculación a la crisis de deuda soberana. Al igual que en los mercados de renta fija corporativa, la relajación de las reglas sobre el colateral elegible permite a las entidades acceder a mayores líneas de financiación y mejorar sus balances. Uno de los factores que en el corto plazo influirá en la cotización de este sector será el anuncio de las necesidades de capitalización de los bancos españoles. La consultora Oliver Wyman ha realizado, por encargo del Gobierno, la estimación *bottom-up* de dichas necesidades, y se espera que la cifra final se sitúe cerca de los 60.000 millones de euros estimados a principios del verano. En cualquier caso, y considerando la situación de España en su conjunto, las próximas semanas serán muy importantes. Desde julio, el Gobierno está siendo sometido a una creciente presión para que finalmente acceda a solicitar alguna clase de ayuda a los mecanismos de rescate europeos. Las elevadas necesidades de financiación a las que se enfrenta el Estado en los próximos meses y el aumento de las dificultades para cumplir con los objetivos de déficit impuestos por Bruselas, podrían actuar como detonantes de esta petición.

## El sector bancario es pieza clave del escenario bursátil europeo.

### LAS BOLSAS RECUPERAN EL PULSO DESDE AGOSTO

Índices bursátiles



FUENTE: Bloomberg.

## ÍNDICES DE LAS PRINCIPALES BOLSAS MUNDIALES

24-09-2012

	Índice (*)	% variación mensual	% variación acumulada	% variación anual
Nueva York				
<i>Dow Jones</i>	13.579,5	3,2	11,1	26,1
<i>Standard &amp; Poor's</i>	1.460,2	3,5	16,1	28,5
<i>Nasdaq</i>	3.180,0	3,6	22,1	28,1
Tokio	9.069,3	0,0	7,3	5,9
Londres	5.818,4	0,7	4,4	14,8
Zona del euro	2.550,7	4,8	10,1	25,9
<i>Fráncfort</i>	7.403,9	6,2	25,5	42,5
<i>París</i>	3.489,4	1,6	10,4	24,2
<i>Ámsterdam</i>	331,4	0,5	6,0	25,2
<i>Milán</i>	15.765,3	5,9	4,5	15,4
<i>Madrid</i>	8.104,3	10,9	-5,4	1,3
Zúrich	6.580,8	1,6	10,9	24,2
Hong Kong	20.694,7	4,1	12,3	17,1
Buenos Aires	2.531,8	3,0	2,8	2,0
São Paulo	61.320,1	5,0	8,0	15,2

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

FUENTE: Bloomberg.

## Beneficios y riesgos de los nuevos instrumentos de política monetaria

La crudeza de la reciente crisis financiera ha puesto de relieve las limitaciones de utilizar el tipo de interés de muy corto plazo como único instrumento de política monetaria. En efecto, dicho tipo de interés ha alcanzado materialmente su límite inferior (*zero lower bound*) en Estados Unidos y otros países desarrollados, con lo que no es posible proporcionar más estímulos por esta vía. En este contexto, se ha requerido el uso de un amplio abanico de instrumentos no convencionales, entre los que destacan los programas de compras de activos por parte del banco central, también denominados «Quantitative Easing» (QE),<sup>(1)</sup> que expanden directamente la base monetaria.

La experiencia de los bancos centrales con este tipo de instrumentos de política monetaria no convencionales es más bien limitada, con la excepción notable del Banco de Japón. Pero ya han pasado casi 4 años desde que la Reserva Federal respondió de forma contundente a la crisis financiera iniciando el primer programa de compra de activos a gran escala (LSAP1) en noviembre de 2008. En el siguiente cuadro se detalla la secuencia temporal, así como el tamaño y los activos objeto de compras en los sucesivos programas que ha llevado a cabo.<sup>(2)</sup> Ante el recién-

(1) Oficialmente se denomina Programa de compra de activos a gran escala o «Large Scale Asset Purchases» (LSAP). La Reserva Federal financia la compra de activos mediante la creación de reservas en las cuentas que los bancos comerciales tienen en el banco central. Esto implica que el tamaño del balance de la Reserva Federal aumenta en la misma cantidad que las compras de activos.

(2) Debe señalarse que la Reserva Federal también inició un conjunto de programas de emergencia (CPFF, AMLF, TALF, etc.) para proporcionar liquidez a ciertos mercados, como el del papel comercial o los fondos del mercado monetario. Estos programas no son el objeto de este recuadro.

## SECUENCIA TEMPORAL DE LOS PROGRAMAS DE COMPRAS DE ACTIVOS A GRAN ESCALA DE LA RESERVA FEDERAL

Programa	Fecha	Descripción
LSAP1 (QE1)	25 de noviembre de 2008	Compra de deuda de GSE hasta US\$100 miles de millones y hasta US\$500 miles de millones en activos respaldados por hipotecas con garantía de las GSE (Agency MBS).
Extensión de LSAP1	Marzo de 2009	Compra de deuda pública a largo plazo hasta US\$300 miles de millones, deuda de GSE hasta US\$200 miles de millones y activos respaldados por hipotecas hasta US\$1.250 miles de millones.
Reinversión	Agosto de 2010	Reinversión de los pagos de principal e intereses (de las tenencias de deuda pública y MBS) en deuda pública a largo plazo.
LSAP2 (QE2)	4 de noviembre de 2010	Compra de deuda pública a largo plazo hasta US\$ 600 miles de millones (finaliza en junio de 2011).
MEP1 (Operación Twist 1)	21 de septiembre de 2011	Compra de US\$ 400 miles de millones de deuda pública entre 6-30 años y vender la misma cantidad de 3 años o menos.
MEP2 (Operación Twist 2)	20 de junio de 2012	Compra de US\$ 267 miles de millones de deuda pública entre 6-30 años y vender la misma cantidad de 3 años o menos.
LSAP3 (QE3)	13 de septiembre de 2012	Compra de US\$ 40 miles de millones de activos respaldados por hipotecas con garantía de las GSE cada mes, sin fecha de finalización.

FUENTES: Reserva Federal y elaboración propia.

te anuncio del pasado 13 de septiembre de un nueva actuación sin fecha de finalización explícita (LSAP3), es preciso preguntarse: ¿cuál es la efectividad de estas políticas?, y aún más relevante: ¿qué riesgos pueden conllevar para la economía en el medio y largo plazo?

Para poder evaluar la efectividad de los programas de compras de activos financieros a gran escala es necesario definir primero qué objetivos se persiguen. En realidad, los objetivos finales no son distintos que cuando se usan instrumentos de política monetaria convencional. Se trata de relajar las condiciones financieras para estimular la demanda agregada y lograr un crecimiento económico cerca de su potencial, para en definitiva llegar al pleno empleo en un contexto de estabilidad de precios. En consecuencia, la eficacia de estos programas debe evaluarse, en un primer plano, en su capacidad para mejorar el acceso a la financiación de empresas y familias, y en segundo lugar en su contribución al crecimiento económico. Sin embargo, los canales que permiten la transmisión de la política monetaria son distintos. Con los tipos de interés de corto plazo a prácticamente cero, los programas de compras de activos pretenden afectar los tipos de interés de medio y largo plazo, aplanando la curva de tipos de interés.

Varios estudios analizan el impacto de las compras de activos en los tipos de interés. Empíricamente, no es una tarea sencilla distinguir entre los efectos de la política monetaria de otros factores económicos relevantes, por lo que se han utilizado distintas metodologías para intentar aislar las consecuencias de estos programas. Según estos estudios, los tipos de interés de la deuda pública a 10 años bajaron entre 40 y 100 puntos básicos durante el primer programa de compra de activos (LSAP1) y siguieron reduciéndose en menor medida, entre 15 y 45 puntos básicos adicionales, durante el segundo programa (LSAP2). El efecto acumulado de estas dos actuaciones, junto con el programa de extensión de madurez (MEP),<sup>(3)</sup> es de entre unos 80 y 120 puntos básicos. Se estiman efectos similares para los activos respaldados por hipotecas («MBS» en sus siglas en inglés), actuación con la cual se ha intentado estimular el mercado de la vivienda. Sin embargo, dada la magnitud de las compras de deuda pública y MBS bajo

(3) Para afectar los tipos de interés a largo plazo, la Reserva Federal introdujo una variante en los programas de compras ya anunciados en septiembre de 2011, conocido como programa de extensión de madurez (MEP) o «Operación twist». Esta operación no implica ningún cambio en el tamaño del balance del banco central, sino que consiste en comprar deuda pública a largo plazo al mismo tiempo que vende deuda pública a corto plazo por la misma cantidad.

estos programas, que han llegado a superar el 20% y el 25% del saldo en circulación respectivamente, no es sorprendente que su precio se haya visto afectado. Sin duda, una prueba más contundente sobre su efectividad debe basarse en el análisis de los tipos de interés de activos que no hayan sido objeto directo de compras. Los estudios disponibles en este campo no son tan concluyentes, pues es más difícil determinar cuáles serían los tipos de interés de los distintos activos sin las intervenciones de política monetaria. En cualquier caso, la evidencia disponible parece indicar que se ha producido una reducción tanto de los tipos de interés de hipotecas minoristas como de los bonos corporativos (véase gráfico siguiente), lo que sugiere que se han conseguido reducir los costes de financiación de familias y empresas.

Estas políticas pueden haber evitado una recaída de la actividad. De hecho, la Reserva Federal estima que los programas de compras de activos podrían haber incrementado el nivel del PIB en casi 3 puntos porcentuales e incrementado el empleo privado en más de 2 millones de empleos. Sin embargo, lo cierto es que la economía sigue deprimida. Parece que la considerable expansión de la base monetaria y los bajos tipos de interés no han conseguido hacer fluir el crédito a la economía real. La utilización de la capacidad productiva sigue muy por debajo de su potencial y la tasa de paro sigue en niveles muy altos. De hecho, algunos economistas, como el profesor Rajan de la Universidad de Chicago, argumentan que probablemente se haya agotado la vía de unas condiciones crediticias de bajos tipos de interés para el estímulo al crecimiento. Mientras que los distintos agentes económicos, hogares, empresas y entidades financieras, están sumidas en un proceso de ajuste de sus balances, se debe aceptar que la economía crecerá a un menor ritmo durante un periodo prolongado de tiempo. En cambio, otros economistas, como el profesor Michael Woodford de la Universidad de Columbia, argumentan que las herramientas de política

### LOS PROGRAMAS DE COMPRAS DE ACTIVOS HAN REDUCIDO LOS TIPOS DE INTERÉS

Tipos de interés y activos en el balance de la Reserva Federal



NOTA: Las áreas sombreadas representan los programas de compras de activos: LSAP1 (de enero de 2009 a marzo de 2010), LSAP2 (de noviembre de 2010 a junio de 2011), MEP (de septiembre de 2011 a junio de 2012) y LSAP3 (anunciado en septiembre de 2012).

monetaria usadas solo son efectivas si se usa una estrategia de comunicación más agresiva que incluya declaraciones sobre la previsión de decisiones futuras (*forward guidance*), además de las decisiones actuales. La comunicación es crucial para señalar que los tipos de interés de corto plazo seguirán bajos en el futuro. Así se consiguen modificar las expectativas de empresas y familias, que al esperar unos tipos de interés bajos durante un tiempo suficientemente largo tienden a anticipar sus decisiones de consumo e inversión.

No obstante, cada vez son más las advertencias sobre los riesgos potenciales que estas políticas pueden conllevar en el largo plazo. En primer lugar, se advierte que una expansión de la base monetaria a gran escala puede generar riesgos inflacionistas. Si bien cabe señalar que la Reserva Federal ha diseñado estrategias de salida para extraer el exceso de liquidez de los mercados, es posible pensar en un escenario de desanclaje de las expectativas de inflación a largo plazo que podría dificultar la capacidad del banco central de mantener la estabilidad de precios. Además, la Reserva Federal se ha comprometido a mantener una política monetaria expansiva hasta que el mercado de trabajo no mejore de forma sustancial. El profesor Martin Feldstein de la Universidad de Harvard advierte que este fuerte compromiso con la estabilización del empleo podría restringir su capacidad de controlar la inflación. El argumento es que con un paro de larga duración históricamente elevado, es probable que se generen presiones inflacionistas cuando la economía empiece a recuperarse sin que el mercado laboral mejore. Llegada esta situación, la Reserva Federal puede enfrentarse a fuertes presiones para no aumentar los tipos de interés.

Probablemente las críticas que aglutinan a un mayor número de oponentes son aquellas que advierten sobre las distorsiones en los mercados financieros generadas por las compras masivas de activos financieros, lo que podría llevar a una asignación incorrecta de los recursos con consecuencias desestabilizadoras a largo plazo. Al reducir los tipos de interés a prácticamente cero para los activos sin riesgo a corto plazo, los inversores deben reequilibrar sus carteras hacia activos más arriesgados para obtener el mismo retorno de sus inversiones. De hecho, este es el mecanismo a través del cual los programas de compras de activos deben afectar el precio del resto de activos financieros. Sin embargo, instituciones como el Banco de Pagos Internacional y reconocidos economistas como el profesor John Taylor de la Universidad de Stanford advierten que la toma excesiva de riesgos podría volver a generar burbujas en algunos activos y poner en peligro la estabilidad financiera.

En resumen, la economía sigue sin ganar tracción después de más de 4 años de política monetaria expansiva. Las actuaciones audaces de la Reserva Federal en los peores momentos de la crisis financiera probablemente hayan evitado los peores escenarios que se podían vislumbrar. Sin embargo, llevar la política monetaria al límite de su función puede conllevar altos riesgos en términos de estabilidad de precios y estabilidad financiera difíciles de contener. En este sentido, es importante subrayar el rol que deben jugar otros instrumentos de política económica para generar un crecimiento fuerte, sostenible y equilibrado a largo plazo.

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

## El sistema bancario de Estados Unidos, en fase de reanimación

En el primer semestre de 2012, los beneficios de los bancos estadounidenses han superado las expectativas de los analistas hasta alcanzar una cifra similar a la del mismo periodo de 2007. Tras registrar en 2009 los valores más bajos desde 1985, la rentabilidad ha mantenido una mejora sostenida y generalizada que ha reducido el número de bancos en pérdidas,<sup>(1)</sup> las entidades con problemas de viabilidad y las quiebras.<sup>(2)</sup> Estos desarrollos positivos se extienden, con carácter general, a los más de 7.200 bancos minoristas<sup>(3)</sup> y 5.000 grupos bancarios del país.<sup>(4)</sup>

Los factores que han impulsado la rentabilidad son diversos (véase el segundo gráfico). El primero, y más relevante, es la reducción de las provisiones en un contexto de reactivación económica. El aumento en la calidad crediticia de los activos ha permitido que las provisiones hayan pasado de consumir más del 100% del beneficio en 2009 al 24% del mismo en el primer semestre de 2012.<sup>(5)</sup>

El segundo factor positivo es la elevada resistencia del margen de intereses obtenida a partir de una estructura de financiación más equilibrada que ha sido posible gracias, en parte, a las medidas especiales de apoyo al sector financiero. Entre las mismas, destacan la habilitación de garantías, la realización de ejercicios de estrés y las inyec-

### LAS PRINCIPALES MEDIDAS DE ESTABILIDAD FINANCIERA Y SU EFECTO EN EL MERCADO INTERBANCARIO

Spread líbor 3 meses-OIS



SCAP: Supervisory Capital Assessment Program.

TARP: Troubled Asset Relief Program.

FDIC: Federal Deposit Insurance Corporation.

TLGP: Temporary Liquidity Guarantee Program.

FUENTE: Bloomberg.

(1) Se pasa del 30,8% en 2009 al 10,9% en junio de 2012. Estadísticas FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation).

(2) Las quiebras pasaron de 157 en el año 2010 a 31 en el primer semestre de 2012. Estadísticas FDIC.

(3) Entidades de crédito supervisadas por la FDIC.

(4) Los grupos bancarios (*Bank Holding Companies*) suelen integrar un banco comercial con otras filiales no bancarias.

(5) La morosidad de entidades de crédito aseguradas por la FDIC era 5,5% a principios de 2010 y 3,9% en junio 2012.

ciones públicas de capital. Así, se han moderado los costes de financiación y se han podido obtener márgenes de intereses sustanciales, incluso en un contexto de desapalancamiento y tipos de referencia próximos a cero. En concreto, entre 2005 y 2012, el nivel promedio de los márgenes se ha mantenido en torno al 3% de los activos.<sup>(6)</sup> Este comportamiento responde, parcialmente, a la sustitución de financiación mayorista por depósitos de bajo coste asegurados. En los grupos bancarios, los depósitos han pasado de representar aproximadamente el 45% de los activos en 2008 al 65% en junio de 2012. Este incremento obedece a la aversión al riesgo de algunos inversores institucionales, pero también a la mayor cobertura del seguro de depósitos. En diciembre de 2010, la cobertura se incrementó desde 100.000 dólares hasta 250.000 dólares. Simultáneamente, se estableció, hasta diciembre de 2012, una cobertura adicional e ilimitada, para las cuentas corrientes. Asimismo, la opción de emitir valores con aval público ha contribuido a reducir la financiación mayorista a corto plazo (superior al 34% de la financiación total en 2006 e inferior al 20% en marzo de 2012). El efecto diferencial de la nueva estructura de financiación sobre los gastos y los ingresos también ha sido significativo. Entre 2006 y 2011, mientras que los gastos se contraían a una tasa media del 23% anual, los ingresos lo hacían únicamente en un 5%.

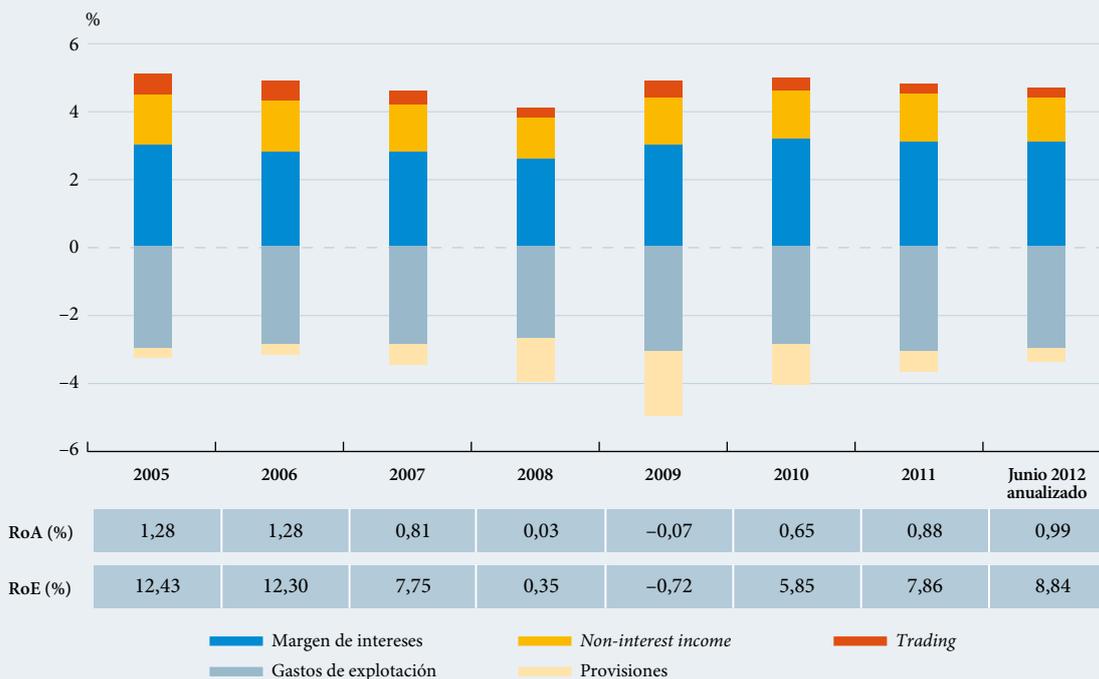
Un tercer factor que ha contribuido a la recuperación de la rentabilidad es el crecimiento de los beneficios procedentes del negocio de *trading*. La contribución de esta fuente de ingresos ha sido moderada para los bancos pero sustancial para los grupos bancarios. En este colectivo, los ingresos se multiplicaron por cinco entre 2008 y 2009. Este fuerte incremento responde al cambio en la estructura competitiva del sector financiero, que ha provocado que la gran banca de inversión independiente pase a estar bajo el paraguas de los grupos bancarios.<sup>(7)</sup> En las décadas previas a la crisis, los mercados de capitales fueron ganando terreno a la banca y llegaron a canalizar el 70% de las necesidades de financiación de la economía. Pero tras la crisis, muchas de las instituciones más activas en estos mercados sufrieron la contracción de la actividad en los mismos y su tamaño se redujo considerablemente. En 2008, algunas grandes compañías financieras y cuatro de los cinco mayores bancos de inversión independientes fueron adquiridos por grupos bancarios o bien se convirtieron en uno de ellos para ampliar sus opciones de financiación y acceder a los depósitos garantizados. Consecuentemente, desde 2009 los grupos resultantes han aumentado sus resultados si bien, su mayor dependencia de las actividades de *trading* también ha comportado un aumento en su volatilidad.

Los dos primeros factores señalados antes, la reducción de provisiones y la defensa del margen de intereses se han visto favorecidos por diversas políticas dirigidas a promover la estabilidad financiera y a reactivar el crecimiento económico. En Estados Unidos mantener la estabilidad financiera es un objetivo explícito de la FDIC, del Tesoro y de la Reserva Federal. Además, el Tesoro y la Reserva Federal también tienen como meta estimular el crecimiento económico. A diferencia de lo que sucede en Europa, compartir objetivos y disponer de una autoridad fiscal única ha favorecido una reacción rápida, coordinada y contundente ante la crisis (véase el primer gráfico). Las ayudas para mantener la estabilidad financiera se diseñaron con un alcance muy amplio dada la elevada interconexión de los mercados y desplegaron sus efectos positivos al mismo tiempo que se aplicaban medidas de política monetaria expansiva tradicional, combinadas con varias rondas de relajación cuantitativa (véase recuadro «Beneficios y riesgos de los nuevos instrumentos de política monetaria») y con una política fiscal contracíclica. En retrospectiva, la persecución de ambos objetivos simultáneamente –crecimiento económico y estabilidad financiera– reforzó la eficacia de las medidas. Así, a finales de 2009 ya se atisbaban los primeros síntomas de reactivación económica que, con ciertos vaivenes, se mantiene hasta el momento.

(6) Activos contabilizados según normativa GAAP, que permite presentarlos en términos netos de derivados.

(7) La gran banca de inversión independiente integraba Lehman Brothers, Morgan Stanley, Goldman Sachs, Bear Stearns y Merrill Lynch.

## BENEFICIO ANTES DE IMPUESTOS SOBRE ACTIVOS MEDIOS (\*)



NOTA: (\*) Entidades de crédito aseguradas por la FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation).

FUENTE: FDIC.

Como resultado de todo ello, la mejora de rentabilidad ha sido notable y ha permitido reforzar la solvencia y amortizar las inyecciones de capital públicas. Sin embargo, persisten ciertos desafíos. En primer lugar, el margen de intereses puede reducirse con la supresión de la cobertura ilimitada del seguro sobre las cuentas corrientes. Además, los ingresos procedentes del negocio de *trading* están sujetos a una volatilidad relativamente elevada. Por otro lado, el mercado de la vivienda está en una fase de recuperación preliminar que, si no se consolida, podría tener efectos perjudiciales en los niveles de morosidad. En estos momentos, la exposición inmobiliaria de los bancos continúa siendo elevada y la morosidad permanece en niveles históricamente elevados. El sector promotor presenta la mayor morosidad (10,8%) pero es el hipotecario el que apenas la ha reducido (7,8%) y concentra la mayoría de los créditos dudosos (60% del total).

Además, los grupos bancarios, incentivados por el escaso dinamismo del crédito, han aumentado sus tenencias de deuda pública en un momento en que la consolidación fiscal sigue siendo un reto inconcluso en Estados Unidos. Otros elementos que pueden plantear riesgos para la consolidación de la recuperación de la rentabilidad bancaria son la lenta recuperación del mercado laboral y la posibilidad de contagio de la crisis de deuda soberana europea. Asimismo, la nueva estructura competitiva, en la que las actividades de *trading* conviven con la banca comercial clásica, podría propiciar una excesiva asunción de riesgos por parte de las entidades dado el apoyo público implícito.

Por último, la regulación ejercerá presiones adicionales. Por ejemplo, McKinsey ha cuantificado el impacto de los nuevos requerimientos de Basilea III en 3,2 puntos porcentuales de Return on Equity (RoE).<sup>(8)</sup> Por su parte, Stan-

(8) «Assessing and addressing the implications of new financial regulations for the US banking industry;» McKinsey Working Papers on Risk, Number 25. Marzo de 2011.

dard & Poor's estima que la nueva regulación financiera nacional (Dodd Frank Act –DFA) podría reducir el RoE hasta 2 puntos porcentuales.<sup>(9)</sup> El propio Financial Stability Oversight Council, creado bajo la DFA, apunta que esta regulación podría aumentar los costes de financiación por una posible rebaja del *rating* derivada de unas menores expectativas de rescate público, aunque por el momento persiste la creencia de que los grandes bancos seguirán beneficiándose de algún tipo de apoyo público.

Con todo, la mejora en la rentabilidad ha permitido que el sistema bancario estadounidense sea más solvente hoy que en 2006. En concreto, el capital Tier 1 sobre los activos ponderados por riesgo de los grupos bancarios ha aumentado cinco puntos porcentuales en tres años, hasta el 11%. La estructura de financiación es más equilibrada y, bajo la DFA, los sistemas de supervisión se han reforzado y han ampliado su alcance.

Pero el horizonte no está completamente despejado y la posibilidad de que esta recuperación no llegue a consolidarse es una amenaza real. Además de los retos señalados antes, en el nuevo escenario competitivo resultará complicado obtener mejoras adicionales significativas en los ingresos recurrentes, por lo que para salvar las presiones sobre la rentabilidad será necesario que las entidades actúen sobre los gastos de explotación.

(9) «Two Years On, Reassessing The Cost of Dodd-Frank For The Largest U.S. Banks», Standard & Poor's, 9 de agosto de 2012.

*Este recuadro ha sido elaborado por Maria Pilar Buil Vilalta  
Departamento de Análisis Económico, Área de Estudios y Análisis Económico, "la Caixa"*

## Actividad económica

### Europa concede un respiro a la economía española

Dos acontecimientos el pasado 6 de septiembre marcaron un punto de inflexión para la resolución de la crisis de la deuda soberana. En primer lugar, durante la cumbre bilateral Merkel-Rajoy en Madrid, se alcanzó un compromiso firme para garantizar la continuidad de la moneda única y trabajar con las instituciones europeas para avanzar hacia una unión fiscal y una unión bancaria. La canciller alemana mostró su respaldo al programa de reformas estructurales y de consolidación fiscal emprendido por el Gobierno español, y ello ayudó a recobrar en parte la confianza en la economía española.

En segundo lugar, el Banco Central Europeo (BCE) anunció que realizaría compras ili-

mitadas de deuda pública de hasta 3 años en el mercado secundario pero solo si los gobiernos activaban primero las ayudas de los fondos de rescate europeos (FEEF y/o MEDE) y cumplían estrictamente sus condiciones. Este anuncio perseguía aliviar las distorsiones en los mercados financieros de algunos países. En este sentido, las posibles intervenciones del BCE dan un respiro a los gobiernos beneficiados para que estos puedan ejecutar las reformas acordadas sin presiones de corto plazo sobre la deuda pública. En cualquier caso, la condicionalidad estricta implica que los gobiernos deben implementar las reformas acordadas sin dilación y con eficacia.

La respuesta de los mercados financieros a estos acontecimientos no se hizo esperar. Así, la prima de riesgo, la diferencia de la deuda española a 10 años respecto la de

**Europa respalda las reformas del Gobierno español.**

### LA CONFIANZA DEL CONSUMIDOR ACELERA SU CAÍDA

Saldo neto del indicador de confianza de los consumidores



NOTA: Serie corregida de estacionalidad.

FUENTE: Comisión Europea.

## Se reduce la incertidumbre sobre la economía española.

Alemania, pasó de unos 550 puntos básicos el 3 de septiembre a poco más de 400 el día 7, niveles en los que se mantiene actualmente. Pero más allá de la reducción del coste de financiación de la deuda pública, estos hechos también son relevantes para la actividad económica por al menos dos razones. Primero, suponen una reducción de la incertidumbre sobre la resolución de la crisis de la deuda soberana. Hacía semanas que se especulaba sobre la naturaleza de la intervención del BCE así como del soporte que estas medidas podrían recibir desde Alemania. En este sentido, la concreción de las modalidades de ejecución de las operaciones en los mercados de deuda ayudó a disipar estas dudas. Sin embargo, aún quedan muchos focos de incertezas pendientes de resolver. Entre ellos, la solicitud de ayuda por parte del Gobierno español, lo que es una condición necesaria para la intervención del BCE. Una pronta decisión en este sentido podría ayudar a reducir aún más la incertidumbre.

Segundo, se han limitado considerablemente los riesgos a la baja de la economía española. El hecho de que el BCE se haya erigido como mecanismo de contención eficaz (*backstop*) para mantener la unidad del euro reduce la probabilidad de riesgos de cola. Es decir, hace menos probable la realización de ciertos escenarios extremos, como la ruptura del euro, que llevan asociados altos costes.

A pesar de que los escenarios más pesimistas quedan cada vez más alejados, la realidad es que el pulso de la economía española sigue siendo muy débil. Los indicadores adelantados para el tercer trimestre apuntan de nuevo a la baja. El índice de sentimiento económico sufrió una importante caída al pasar de 87,7 puntos del mes anterior a 82,8 en agosto. Por el lado de la oferta, observamos que la confianza en todos los sectores productivos cayó, destacando el retroceso una vez más del sector de la construcción, que pasó de -45,4 puntos en

julio a -64,5 en agosto. Por el lado de la demanda, la confianza del consumidor siguió su tendencia decreciente hasta los -39,7 puntos, y se aproximó a su mínimo histórico de febrero de 2009 (véase gráfico anterior). Con todo ello, se espera una intensificación de la contracción del producto interior bruto (PIB) en los próximos trimestres, hecho que ya está incorporado en nuestras previsiones de crecimiento del -1,5% para 2012 y -1,5% para 2013.

Según los datos de contabilidad nacional del segundo trimestre de 2012, el PIB retrocedió durante ese periodo un 1,3% en tasa interanual. La caída de la actividad se debió a la contracción de la demanda nacional, que tuvo una aportación negativa al crecimiento interanual del PIB de -3,9 puntos porcentuales. Esta contribución fue siete décimas más negativa que la registrada durante el trimestre anterior, lo que indica que la contracción de la demanda interna continuó acelerándose. Por otro lado, la demanda externa mantuvo su aportación positiva al PIB en 2,6 puntos porcentuales, por lo que el motor externo siguió siendo la única fuente de crecimiento.

Todos los componentes de la demanda interna contribuyeron en el retroceso de esta. Así, el gasto en consumo final de los hogares aumentó en siete décimas su crecimiento negativo, situándose en el -2,2%. Aunque todas sus partidas experimentaron un descenso respecto al trimestre anterior, destaca la caída del gasto en bienes de consumo duradero debido a la pérdida de poder adquisitivo de las familias. En este sentido, la subida de impuestos y tasas del tercer trimestre hace prever que esta tendencia decreciente del gasto en consumo final de hogares se verá reforzada en los próximos meses.

Por su parte, el gasto en consumo final de las administraciones públicas también se redujo un 3,0% interanual debido a los planes de austeridad por parte del Gobier-

## La demanda nacional acentúa su tendencia decreciente y el sector exterior se mantiene.

no. Dada la débil corrección del déficit público hasta la fecha, se espera que la mayor parte del ajuste fiscal se produzca en la segunda mitad de 2012. Por lo tanto, se prevé que el gasto público se contraiga aún más durante la segunda mitad del año.

Sin embargo, la inversión fue el componente que registró una mayor intensificación de la contracción, ya que aumentó su decrecimiento en 1,7 puntos este trimestre hasta situarse en el -9,4%. La inversión en construcción vuelve a reducirse en tasas de dos dígitos, un -11,8%, acercándose a las tasas de los peores trimestres de 2009. Sin embargo, quizá el signo más evidente del recrudecimiento de la crisis es la caída de la inversión en bienes de equipo, que se contrae un 7,0% interanual. Este es el tercer trimestre de crecimiento negativo, lo que es altamente preocupante, pues la inversión es la variable que más influye para el potencial de crecimiento futuro. El empeoramiento de los indicadores de confianza de los sectores productivos hace

prever una continuación de la contracción de la inversión en los próximos meses.

La única nota positiva la aporta el sector exterior, que se mantuvo respecto al trimestre anterior. Las exportaciones de bienes y servicios crecieron un 3,3% interanual, aumentando cinco décimas respecto al trimestre anterior, lo que por sí solo es un factor positivo ante la ralentización de la economía global y, en particular, de la economía europea. Las importaciones siguieron reduciéndose pero a un menor ritmo, pasando del -5,9% el primer trimestre al -5,4% en el segundo. La capacidad de la economía española de mantener el dinamismo del sector exterior es el factor clave para evitar una recesión más aguda y sentar las bases para un crecimiento positivo en el medio plazo.

Los últimos datos de contabilidad nacional también han puesto de manifiesto que el crecimiento del PIB en los últimos tres años fue menor de lo estimado inicialmente. Así, la tasa de variación interanual del

## INDICADORES DE DEMANDA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2010	2011	2011		2012			
			III	IV	I	II	Julio	Agosto
<b>Consumo</b>								
Producción de bienes de consumo (*)	0,8	-1,0	0,7	-2,2	-3,7	-4,6	-5,0	...
Importación de bienes de consumo (**)	-9,5	-2,2	1,2	0,4	-6,1	-11,3	-0,8	...
Matriculaciones de automóviles	3,1	-17,7	-0,7	-5,5	-1,9	-13,7	-17,2	3,4
Crédito al consumo de bienes duraderos	-12,3	-9,9	-4,4	-10,4	-12,8	-13,6	...	...
Indicador de confianza de los consumidores (***)	-20,9	-17,1	-15,8	-16,8	-24,6	-29,0	-29,2	-39,7
<b>Inversión</b>								
Producción de bienes de equipo (*)	-3,3	0,8	2,6	-4,8	-10,3	-13,8	-9,8	...
Importación de bienes de equipo (**)	6,5	-3,1	-1,5	-7,2	-11,5	-11,9	-4,3	...
Matriculación de vehículos industriales	7,0	-6,6	5,8	-15,1	-19,1	-26,6	-21,9	-26,4
<b>Comercio exterior (**)</b>								
Importaciones no energéticas	10,3	1,0	0,8	-3,1	-8,7	-8,5	3,2	...
Exportaciones	15,6	10,1	10,9	5,4	-0,3	2,7	5,3	...

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

(\*\*) En volumen.

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

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

## EVOLUCIÓN DEL PIB DE ESPAÑA POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual (\*)

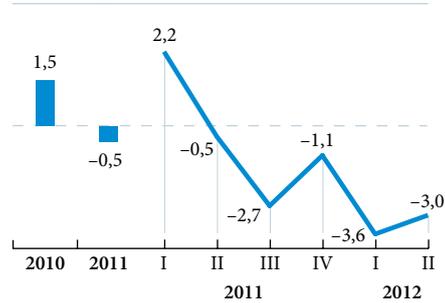
### PIB



### Consumo de los hogares



### Consumo público



### Inversión en bienes de equipo



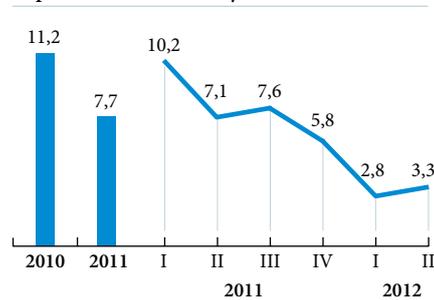
### Inversión en construcción



### Demanda nacional (\*\*)



### Exportaciones de bienes y servicios



### Importaciones de bienes y servicios



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

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

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

## INDICADORES DE OFERTA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2010	2011	2011		2012			
			III	IV	I	II	Julio	Agosto
<b>Industria</b>								
Consumo de electricidad (1)	2,9	-1,1	-1,1	-4,0	-1,9	-1,3	-1,7	-1,6
Índice de producción industrial (2)	0,8	-1,4	-1,4	-5,0	-5,8	-7,0	-5,4	...
Indicador de confianza en la industria (3)	-13,8	-12,5	-14,4	-16,5	-14,8	-17,1	-18,6	-22,2
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	5,5	...
<b>Construcción</b>								
Consumo de cemento	-15,4	-16,7	-21,0	-26,8	-31,3	-37,8	-32,0	-35
Indicador de confianza en la construcción (3)	-29,7	-55,4	-58,6	-53,6	-50,4	-52,2	-45,4	-64,5
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	-44,0	...	...
<b>Servicios</b>								
Ventas comercio minorista (6)	-1,0	-5,4	-4,2	-6,5	-4,9	-6,3	-6,9	...
Turistas extranjeros	1,0	6,8	8,0	6,1	2,6	3,1	4,4	2,9
Ingresos turismo	3,9	8,6	8,8	5,7	0,5	-0,1	...	...
Mercancías ferrocarril (t-km)	6,4	2,0	7,7	-9,8	-12,6	-7,6	-1,7	...
Tráfico aéreo pasajeros	2,9	6,0	6,2	1,5	-5,4	-4,0	-2,5	-3,0
Consumo de gasóleo automoción	-1,2	-3,7	-3,1	-5,6	-4,2	-6,1	-6,6	...

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

(2) Filtrado de diferencias del calendario laboral.

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

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

(5) En volumen.

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

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

PIB en 2010 se revisó dos décimas a la baja hasta el -0,3% y en 2011 se contrajo 3 décimas más de lo estimado, hasta el 0,4%. Ello implica que la recuperación de 2009 fue mucho más débil de lo que se pensaba hasta la fecha. Además, en el cuarto trimestre de 2011 ya se experimentó un crecimiento intertrimestral negativo, de manera que técnicamente la economía española entró en recesión a finales de 2011.

No solo se revisó la serie del PIB sino también sus componentes. Un análisis detallado muestra que la revisión a la baja se debe sobre todo a una menor contribución del sector exterior, a una mayor contribución del gasto público y en menor medida a una reducción más acusada del consumo de los

hogares. Estos datos no ayudan a recuperar la confianza en la economía española, pues indican que el ajuste del sector público ha sido menor de lo estimado, y que, por tanto, los efectos de la consolidación fiscal se deberán concentrar en el último tramo del año.

Ante este escenario de debilidad económica, es necesario que se aproveche el respiro concedido por las decisiones adoptadas para la resolución de la crisis de la deuda soberana. Los avances en la agenda europea pero, sobre todo, el proceso de reestructuración bancaria y el cumplimiento con el objetivo de déficit público, serán claves para no asistir a un nuevo recrudecimiento de las tensiones en los activos españoles durante los próximos meses.

## Mercado de trabajo

**El ritmo de caída del total de afiliados se mantiene prácticamente inalterado en el 3,5%.**

### La contención de los costes laborales permite recuperar competitividad

Los datos más recientes muestran una pausa en el ritmo de deterioro del mercado laboral. No obstante, dado el entorno recesivo de la economía, las perspectivas indican que no habrá un cambio de tendencia en los próximos meses. La buena noticia es que se observa una contención de los costes laborales que está permitiendo mejorar la competitividad con respecto al conjunto de la zona del euro.

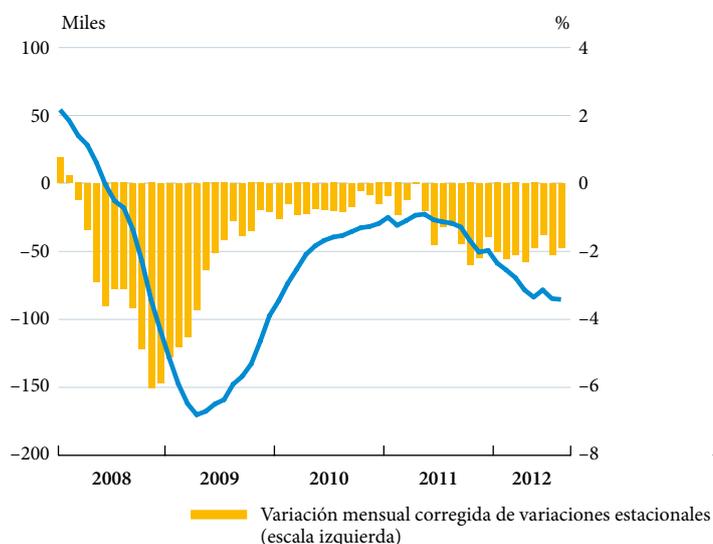
En agosto, los afiliados en alta a la Seguridad Social se redujeron en 136.762 personas, una caída muy similar a la registrada en los últimos tres años durante este mismo mes. El ritmo de caída del total de afiliados se mantuvo casi invariable, en el

3,5% interanual. A pesar del descenso, la cifra no es alarmante ya que en el segundo mes del estío se suelen destruir puestos de trabajo. Por ejemplo, entre el año 2001 y el 2007, cuando la economía crecía, se eliminaron en promedio 139.000 empleos en el mes de agosto.

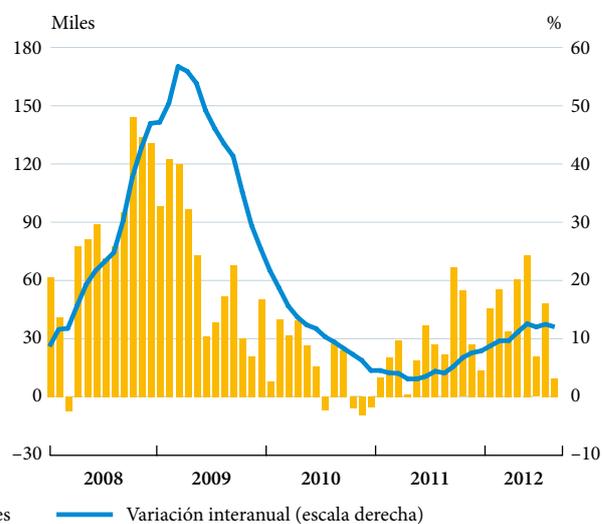
Los registros laborales referentes al paro continuaron sin mostrar síntomas de mejora ya que este aumentó en 38.179 personas, de forma que el Servicio Público de Empleo contabilizó un total de 4.625.634 parados registrados. Sin embargo, por cuarto mes consecutivo, la tasa de incremento interanual se mantuvo cerca del 12%, hecho que supone al menos un freno en la escalada del paro. Por tanto, hasta cierto punto, las cifras del mercado laboral en agosto fueron ligeramente más favorables que las

### EL MERCADO LABORAL AGUANTA EN AGOSTO

Afiliados en alta laboral a la Seguridad Social



Parados registrados



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

## INDICADORES DE EMPLEO

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2010	2011	2011				2012			
			I	II	III	IV	I	II	Julio	Agosto
<b>Afiliados a la Seguridad Social (1)</b>										
Sectores de actividad										
<i>Industria</i>	-4,8	-2,7	-2,8	-2,4	-2,4	-3,3	-4,2	-5,2	-5,8	-5,9
<i>Construcción</i>	-13,4	-12,2	-9,6	-11,4	-13,0	-14,9	-16,4	-17,3	-17,6	-17,8
<i>Servicios</i>	0,0	0,2	0,3	0,5	0,3	-0,3	-0,9	-1,6	-1,8	-1,8
Situación profesional										
<i>Asalariados</i>	-1,8	-1,4	-1,1	-1,0	-1,3	-2,1	-2,9	-3,7	-3,9	-3,9
<i>No asalariados</i>	-2,8	-1,2	-1,6	-1,2	-1,0	-1,0	-1,3	-1,3	-1,3	-1,4
<b>Total</b>	<b>-2,0</b>	<b>-1,3</b>	<b>-1,2</b>	<b>-1,0</b>	<b>-1,2</b>	<b>-1,9</b>	<b>-2,6</b>	<b>-3,2</b>	<b>-3,4</b>	<b>-3,5</b>
<b>Población ocupada (2)</b>	<b>-2,3</b>	<b>-1,9</b>	<b>-1,3</b>	<b>-0,9</b>	<b>-2,1</b>	<b>-3,3</b>	<b>-4,0</b>	<b>-4,8</b>	-	-
<b>Puestos de trabajo (3)</b>	<b>-2,6</b>	<b>-2,0</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,3</b>	<b>-2,0</b>	<b>-3,3</b>	<b>-3,8</b>	...	-	-
<b>Contratos registrados (4)</b>										
Indefinidos	-6,4	-9,6	-1,8	-5,0	-8,4	-22,8	-19,3	-5,7	1,4	-6,5
Temporales	3,8	1,0	0,7	3,9	0,9	-1,2	-6,7	-4,8	0,2	-3,5
<b>Total</b>	<b>2,8</b>	<b>0,1</b>	<b>0,4</b>	<b>3,1</b>	<b>0,2</b>	<b>-3,0</b>	<b>-7,8</b>	<b>-4,8</b>	<b>0,2</b>	<b>-3,7</b>

NOTAS: (1) Datos medios mensuales.

(2) Estimación de la encuesta de población activa.

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

(4) En el Servicio Público de Empleo Estatal.

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales, Servicio Público de Empleo Estatal y elaboración propia.

del mes anterior porque mostraron algo más de resistencia a la mala coyuntura.

De cara a los próximos meses, el bajo nivel de actividad económica previsto se manifestará en una continuada debilidad del mercado laboral. Por tanto, se espera que se continúe destruyendo ocupación durante el tercer trimestre, si bien a un ritmo gradualmente menor. Asimismo, la escalada del desempleo irá remitiendo, pero aun así a finales de 2012 la tasa de crecimiento interanual de esta variable probablemente seguirá por encima del 10%.

Aunque la corrección del mercado laboral se está efectuando sobre todo vía el número de ocupados, los salarios también están respondiendo al debilitamiento de la economía. Efectivamente, los datos referentes al coste del factor trabajo son más alenta-

dores, especialmente si se tiene en cuenta que la mejora de la competitividad de la economía española depende en parte de su moderación.

Según los datos de contabilidad nacional, la remuneración de los asalariados intensificó significativamente su bajada en el segundo trimestre, y se emplazó en el -3,9% interanual. Este resultado fue debido a dos factores. Primero, el retroceso de algo más de un punto en el número de asalariados, cuya tasa de caída fue del -5,1%. El segundo fue la desaceleración de dos décimas en la remuneración media por asalariado hasta el 1,3%. De esta manera, el descenso del coste laboral por unidad de producto se situó en el -2,1%, una caída bastante más intensa que la acaecida en la mayoría de países de la zona del euro. En efecto, la evolución del índice de coste laboral por

**España mejora sus niveles de competitividad a través de los costes laborales.**

## PARO REGISTRADO POR SECTORES, SEXO Y EDADES

Agosto 2012

	Parados	Variación sobre diciembre 2011		Variación sobre el mismo periodo del año anterior		% participación
		Absoluta	%	Absoluta	%	
<b>Por sectores</b>						
Agricultura	163.423	17.462	12,0	24.681	17,8	3,5
Industria	527.669	18.199	3,6	46.970	9,8	11,4
Construcción	767.135	-8.793	-1,1	34.513	4,7	16,6
Servicios	2.796.441	183.912	7,0	380.259	15,7	60,5
Primer empleo	370.966	-7.505	-2,0	8.284	2,3	8,0
<b>Por sexos</b>						
Hombres	2.291.543	81.805	3,7	261.942	12,9	49,5
Mujeres	2.334.091	121.470	5,5	232.765	11,1	50,5
<b>Por edades</b>						
Menores de 25 años	436.320	-24.241	-5,3	18.810	4,5	9,4
Resto de edades	4.189.314	227.516	5,7	475.897	12,8	90,6
<b>TOTAL</b>	<b>4.625.634</b>	<b>203.275</b>	<b>4,6</b>	<b>494.707</b>	<b>12,0</b>	<b>100,0</b>

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

### Según la encuesta trimestral de costes laborales, estos cayeron un 0,3% en el segundo trimestre del año.

unidad de producción, o coste laboral unitario, que publica trimestralmente la OCDE muestra que, mientras en España se acumulan caídas de doce trimestres, en el conjunto de la zona del euro la tendencia es positiva.

Los datos de la encuesta trimestral del coste laboral (ETCL) del segundo trimestre del año apuntan en la misma dirección. En efecto, se observa que los costes laborales de las empresas se han contenido tras un año de avances de alrededor del 1%. En el segundo trimestre, concretamente, retrocedieron un 0,3% respecto al mismo trimestre del año anterior, un registro similar al que se anotó durante el segundo semestre de 2010. Este descenso es resultado de la caída de las percepciones no salariales, del -6,2%, mientras que los costes salariales se mantuvieron invariables.

### El ajuste de costes laborales es más intenso en el sector de servicios.

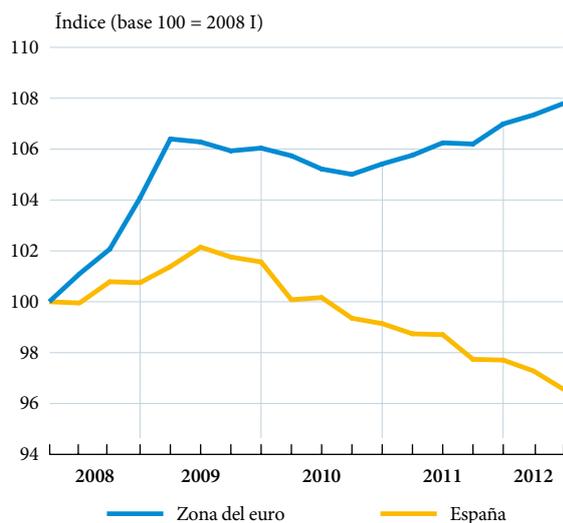
Por otra parte, la evolución de los costes laborales muestra diferencias significativas entre sectores económicos. En este

contexto, el de servicios es el que está contribuyendo de forma más contundente a la contención salarial. Así, en términos interanuales, los costes salariales por trabajador y mes en este grupo retrocedieron un 0,5%, cifra que contrasta con el incremento registrado en la industria y en la construcción, del 2,1% y del 2,2% interanual, respectivamente. La disparidad de la evolución de los costes laborales también es importante entre comunidades autónomas desde, por ejemplo, el mínimo, del -2,7%, registrado en las Baleares, hasta el máximo, del 2,2% del País Vasco. No obstante, estas diferencias podrían reflejar en parte las diferencias regionales en el modelo productivo.

Otro aspecto importante de la encuesta de costes laborales del segundo trimestre del año es que sus datos ponen de manifiesto que la reciente trayectoria decreciente de los costes salariales por trabajador fue algo más pronunciada para el conjunto de trabajadores de jornada reducida.

## LA MODERACIÓN SALARIAL CONTRIBUYE A MEJORAR LOS NIVELES DE COMPETITIVIDAD

Costes laborales unitarios



Variación interanual



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, OCDE y elaboración propia.

## INDICADORES DE SALARIOS

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2010	2011	2011				2012	
			I	II	III	IV	I	II
<b>Incremento pactado en convenios (*)</b>	1,5	2,3	3,1	2,7	2,6	2,3	2,2	1,7
<b>Salario por puesto de trabajo equivalente a tiempo completo (**)</b>	0,0	0,8	0,6	0,5	1,2	1,1	0,9	...
<b>Encuesta trimestral de coste laboral</b>								
Costes salariales								
Total	0,9	1,0	1,0	0,6	1,2	1,4	1,2	0,0
Industria	2,9	2,8	3,0	3,1	2,8	2,3	1,9	2,1
Construcción	0,8	2,5	2,3	3,2	1,9	2,4	1,3	2,2
Servicios	0,5	0,5	0,3	-0,2	0,8	1,1	1,0	-0,5
Ganancia media por hora trabajada	1,1	2,1	0,2	1,3	4,5	2,2	1,5	1,0
Otros costes laborales	-1,1	1,6	0,4	1,5	2,2	2,2	0,9	-1,4
Jornada laboral (***)	-0,3	-0,9	0,8	-0,6	-3,2	-0,8	-0,3	-1,0
<b>Jornales agrarios</b>	2,9	1,9	1,7	1,9	1,7	2,3	0,3	...
<b>Coste laboral en la construcción</b>	1,0	1,9	1,3	2,0	2,0	2,1	0,8	0,1

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

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

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

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales, Ministerio de Agricultura, Pesca y Alimentación, Ministerio de Fomento y elaboración propia.

## Precios

**Fuerte repunte del IPC, que sube cinco décimas y se sitúa en el 2,7%.**

### Repunte de la inflación

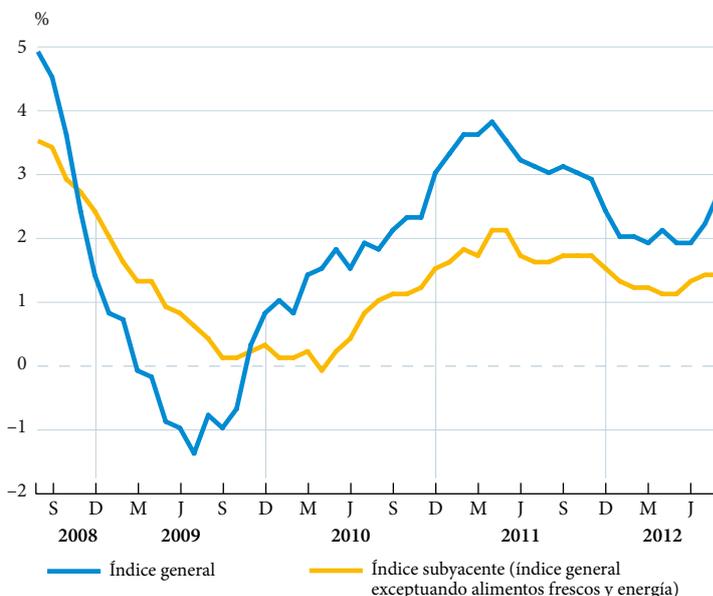
El incremento de la tasa interanual del índice de precios de consumo (IPC) en agosto ha sido la mayor subida registrada desde marzo de 2010. Concretamente, la inflación se situó en el 2,7%, cinco décimas superior al registro del mes anterior. En tasa intermensual los precios aumentaron un 0,6%. Por su parte, la inflación subyacente, es decir excluidos los alimentos frescos y la energía, mantuvo el nivel del mes de julio repitiendo el registro de 1,4% interanual. Si en el mes de julio el principal responsable del alza de la inflación fue una decisión administrativa, en relación con el copago farmacéutico, en el mes de agosto, el factor más importante en el incremento se debió al alza del precio del petróleo.

En efecto, el epígrafe que aportó más al IPC fue carburantes y lubricantes, que impulsó tres décimas la tasa mensual del mismo, a las que si sumamos la aportación de otros combustibles se eleva a cuatro décimas. En ambos casos, el aumento del precio del petróleo explica estos impactos. Junto a estos, los grupos que tuvieron una mayor repercusión mensual positiva fueron: ocio y cultura, alimentos y bebidas no alcohólicas.

Respecto al grupo de hoteles, cafés y restaurantes, presentó una tasa mensual del 0,7% y una repercusión de casi una décima en la tasa mensual del IPC general. Este incremento del precio es habitual en la temporada estival. En el caso del grupo de ocio y cultura exhibió un incremento

### EL PETRÓLEO ES EL FACTOR MÁS IMPORTANTE EN EL REPUNTE DE LA INFLACIÓN

Variación interanual del IPC



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística (INE).

## ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO POR GRUPOS DE COMPONENTES

Agosto 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	102,3	0,2	0,4	1,3	1,2	2,2	2,0
Bebidas alcohólicas y tabaco	107,2	-0,1	0,2	-0,5	5,0	5,6	9,9
Vestido y calzado	91,9	-0,9	-1,1	-15,4	-15,7	-0,2	0,0
Vivienda	106,4	-0,2	0,3	5,0	5,2	7,3	6,0
Menaje	100,1	0,1	0,1	-0,2	-0,9	1,1	0,4
Medicina	106,4	-0,5	-0,7	-0,6	8,8	-1,2	6,4
Transporte	106,3	-0,2	2,1	4,2	5,5	7,5	6,1
Comunicaciones	95,0	0,0	0,0	-1,0	-4,1	-1,2	-4,6
Ocio y cultura	102,8	1,5	1,0	3,0	1,5	0,1	-0,2
Enseñanza	102,1	0,0	0,0	0,1	0,1	2,2	2,8
Hoteles, cafés y restaurantes	102,3	0,8	0,7	2,8	2,3	1,5	0,7
Otros	102,0	0,1	0,5	2,1	1,3	2,9	1,8
<b>Agrupaciones</b>							
Alimentos con elaboración	103,1	0,2	0,2	1,5	1,6	3,3	3,2
Alimentos sin elaboración	102,8	0,2	0,9	0,1	2,0	1,1	2,7
Conjunto no alimentario	102,3	0,1	0,6	0,7	0,9	3,0	2,5
Bienes industriales	102,4	-0,4	0,6	-0,9	0,1	4,4	4,1
<i>Productos energéticos</i>	112,2	-0,7	3,0	9,1	10,6	15,3	11,9
<i>Carburantes y combustibles</i>	112,1	-1,0	4,2	8,9	10,2	15,5	11,9
<i>Bienes industriales sin productos energéticos</i>	98,4	-0,2	-0,5	-4,6	-4,2	0,4	0,7
Servicios	102,2	0,6	0,6	2,3	1,7	1,7	1,1
Inflación subyacente (**)	101,1	0,2	0,2	-0,2	-0,3	1,6	1,4
<b>ÍNDICE GENERAL</b>	<b>102,5</b>	<b>0,1</b>	<b>0,6</b>	<b>0,8</b>	<b>1,1</b>	<b>3,0</b>	<b>2,7</b>

NOTAS: (\*) Base 2011 = 100.

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

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

mensual en precios del 1,0% debido al incremento de los precios del epígrafe viaje organizado, algo habitual en el mes de agosto. Finalmente las frutas frescas, el pescado fresco y la carne de ovino impulsaron el alza del grupo de alimentos y bebidas no alcohólicas con una variación mensual del 0,4%, que repercute menos de una décima en la tasa de incremento del IPC general.

En contraposición, tan solo dos clases de gasto registraron retrocesos en agosto. El

primero fue vestido y calzado, cuya variación mensual del -1,1% recoge la continuación de las rebajas en este sector. Y el segundo grupo que presentó una caída fue medicina, con una contracción del 0,7% intermensual. Entre ambos rebajan apenas una décima la tasa de variación del IPC general y fueron incapaces de contrarrestar el incremento provocado por el precio del petróleo.

Como consecuencia de estos incrementos, en el mes de agosto la inflación española

**Tan solo vestido y calzado y medicina presentaron retrocesos en sus precios en el mes de agosto.**

**El precio del petróleo, la subida del IVA y la evolución del euro-dólar nos obligan a revisar la previsión de inflación.**

fue una décima superior a la inflación de la zona del euro (2,6% interanual). Este diferencial positivo a favor de la inflación española no se producía desde agosto de 2011. El encarecimiento relativo de la cesta de la compra española en comparación con la europea es una mala noticia desde el punto de vista de competitividad del país y de deterioro de la renta disponible de las familias. Situación que puede agravarse durante los próximos meses debido al aumento del impuesto sobre el valor añadido (IVA) en el mes de septiembre.

De hecho, el impacto de la subida del IVA e incorporar la previsible evolución del precio del petróleo, según los precios en el mercado de futuros del crudo, así como nuestras previsiones del tipo de cambio euro-dólar, nos obligan a revisar al alza nuestra previsión de IPC para este y el próximo año.

Durante los últimos meses del año, el IPC general se moverá en un entorno cercano al 3,5% interanual. El nuevo escenario obliga a subir la anterior previsión del IPC para el promedio del año 2012, que era de

2,2%, tres décimas hasta el 2,5%, mientras que incrementamos la inflación en 2013 del 2,0% hasta el 2,4%.

Sin embargo, existen riesgos al alza respecto a la previsión para el próximo año, ya que esta no refleja el posible efecto de la traslación de la nueva tasa introducida en el anteproyecto de ley para la reforma del sector eléctrico y que sería aplicable a partir de enero del próximo año. El motivo principal es que el anteproyecto todavía está sujeto a modificaciones. El efecto es difícil de calcular, pues desde el punto de vista del IPC las energías limpias no podrán trasladar la tasa, ya que reciben una tarifa fija regulada por ley, mientras que las tecnologías convencionales podrán repercutir el nuevo impuesto al precio de generación y a medio plazo podrían compensar ese nuevo coste.

Por otra parte, el INE ha publicado el índice de precios del sector de servicios del segundo trimestre en España. El instituto de estadística clasifica el sector servicios en 14 grandes actividades para los que se calculan índices de precios.

**ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO**

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

## ÍNDICE DE PRECIOS DEL SECTOR SERVICIOS POR SECTORES

Índices y tasas. Base 2006

	Índices 2012 II	Variación trimestral	Variación anual
		2012 II	2012 II
Transporte marítimo de mercancías	104,8	-1,5	2,2
Transporte aéreo de pasajeros	123,5	0,5	4,3
Depósito y almacenamiento	109,6	0,3	1,1
Manipulación de mercancías	114,3	0,4	1,2
Actividades postales y de correos	97,7	1,2	-0,6
Telecomunicaciones	74,8	-2,6	-4,4
Programación y consultoría informática	107,2	0,6	1,1
Servicios de información	100,4	-2,2	-1,8
Asesoría jurídica y económica	108,9	-0,4	-0,3
Servicios técnicos de arquitectura e ingeniería; ensayos y análisis técnicos	112,3	0,1	-0,1
Publicidad y estudios de mercado	118,6	10,2	-9,7
Actividades relacionadas con el empleo	108,7	0,2	-0,3
Actividades de seguridad e investigación	110,7	0,2	1,4
Actividades de limpieza	106,7	-0,1	-0,8

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

Ciertamente, la evolución de los precios en estos sectores económicos viene afectada por numerosos factores, entre ellos, los precios de los *inputs* utilizados (energía, costes laborales, etc.), la capacidad de fijación de precios de los diferentes sectores para trasladar el aumento de los costes intermedios, la estructura económica y de competencia de los mismos, la debilidad de la demanda agregada entre otros. Repasando los datos se puede reflexionar sobre la situación de los diferentes sectores económicos. Por ejemplo, aquellos sectores en los que los precios energéticos tienen un importante peso en su estructura de costes parece que estén repercutiendo con mayor intensidad este incremento. Así por ejemplo, en el sector de transporte marítimo de mercancías y en el de transporte aéreo los precios suben un 2,2% y un 4,3%, en variación anual respectivamente.

En cambio, en el sector de telecomunicaciones el descenso de precios es del 4,4% interanual. Este descenso se debe a la bajada de los precios de esta actividad durante

el segundo trimestre frente a la subida que experimentaron en el mismo período del año pasado. Sin embargo, la caída más intensa se ha producido en el sector de publicidad y estudios de mercado, con un retroceso de precios del 9,7% interanual. En este caso, el débil pulso de la actividad económica y la necesidad de recorte de gasto por parte de las empresas, explica en buena parte la fuerte caída.

Los incrementos de precios en los diferentes grupos de actividad del sector de servicios crecen por debajo del IPC. La única excepción es el sector de transporte aéreo. El sector de servicios es, históricamente, más inflacionista en la economía española que el de bienes industriales. La conclusión es que debido a la debilidad de la demanda las empresas están haciendo un esfuerzo de contención de precios. Por lo tanto, los dos principales factores que impulsan el IPC en España son, en primer lugar, medidas administrativas y, en segundo lugar, el incremento de los precios energéticos.

**El sector de servicios muestra contención en precios debido a la falta de tono de la demanda agregada.**

## Sector exterior

**El déficit corriente se reduce en 5 décimas durante el segundo trimestre, hasta el 2,8% del PIB.**

### El déficit corriente se sitúa a niveles de 1999

El análisis de la balanza de pagos permite detectar las fortalezas y debilidades de un país, tanto en clave económica como financiera. En el caso español, el déficit por cuenta corriente alcanzó el 10,6% del producto interior bruto (PIB) en 2008. Esta cifra tan elevada ponía de manifiesto la reducida competitividad del país así como su elevada dependencia de la financiación exterior. Sin embargo, la corrección de este desequilibrio externo durante los cuatro

años siguientes redujo el déficit corriente hasta el 2,8% del PIB en el segundo trimestre de 2012, un nivel que no alcanzaba desde 1999. El buen ritmo de corrección del déficit en el segundo trimestre, de 5 décimas, y más concretamente la intensa reducción registrada en junio, del 80,6% interanual, despejan las dudas acerca del recorrido de este proceso.

Para comprender los motivos de esta mejora es necesario analizar la evolución de los distintos componentes de la cuenta corriente. En primer lugar, el déficit de la

## COMERCIO EXTERIOR

Enero-julio 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	36.273	13,5	24,2	8.593	14,4	6,6	-27.680	23,7
Bienes de consumo	32.676	-3,8	21,8	41.695	2,1	32,2	9.019	127,6
<i>Alimenticios</i>	9.039	0,6	6,0	16.554	10,6	12,8	7.515	183,1
<i>No alimenticios</i>	23.637	-5,3	15,8	25.140	-2,7	19,4	1.503	106,4
Bienes de capital	8.804	-9,9	5,9	10.725	-3,6	8,3	1.921	121,8
Bienes intermedios no energéticos	72.156	-3,8	48,1	68.562	4,6	52,9	-3.594	95,0
<b>Por áreas geográficas</b>								
Unión Europea	75.520	-4,9	50,4	82.584	-0,5	63,7	7.064	109,4
<i>Zona del euro</i>	60.961	-5,6	40,7	65.645	-1,2	50,7	4.685	107,7
Otros países	74.388	4,3	49,6	46.990	11,8	36,3	-27.398	63,2
<i>Rusia</i>	4.437	-17,2	3,0	1.671	18,6	1,3	-2.766	37,7
<i>EE. UU.</i>	5.965	-3,9	4,0	5.170	5,0	4,0	-795	86,7
<i>Japón</i>	1.800	-5,3	1,2	1.263	24,3	1,0	-537	70,2
<i>América Latina</i>	13.211	37,6	8,8	8.086	15,0	6,2	-5.125	61,2
<i>OPEP</i>	18.503	17,1	12,3	6.108	29,5	4,7	-12.395	33,0
<i>Resto</i>	30.472	-6,1	20,3	24.692	7,7	19,1	-5.780	81,0
<b>TOTAL</b>	<b>149.909</b>	<b>-0,5</b>	<b>100,0</b>	<b>129.575</b>	<b>3,7</b>	<b>100,0</b>	<b>-20.334</b>	<b>86,4</b>

FUENTES: Ministerio de Economía y elaboración propia.

balanza de bienes fue el que sufrió una mayor corrección entre junio de 2008 y junio de 2012, concretamente de 5,7 puntos porcentuales, para situarse en el 3,2% del PIB. Dicha reducción responde a la debilidad de la demanda interna, que mantuvo, durante este periodo, la evolución de las importaciones españolas por debajo de la registrada por las exportaciones.

Sin embargo, los datos disponibles del mes de julio muestran un estancamiento en el proceso de corrección del déficit comercial. De hecho, este aumentó un 3,1% respecto al mismo mes del año anterior. Ello responde al aumento del déficit energético que neutralizó el incremento del superávit no energético, del 5,4% y el 7,8% interanual respectivamente. El aumento del precio del petróleo de los últimos meses apunta hacia nuevos deterioros del saldo energético. Como consecuencia, este desequilibrio energético podría alcanzar un nuevo máximo histórico en el tercer trimestre del año tras igualar, con un 4,2% del PIB, el registro de 2008. Otro factor que podría frenar

la mejora del déficit comercial podría ser la apreciación, esperada durante los próximos meses, del euro respecto al dólar a través de un menor ritmo de avance de las exportaciones.

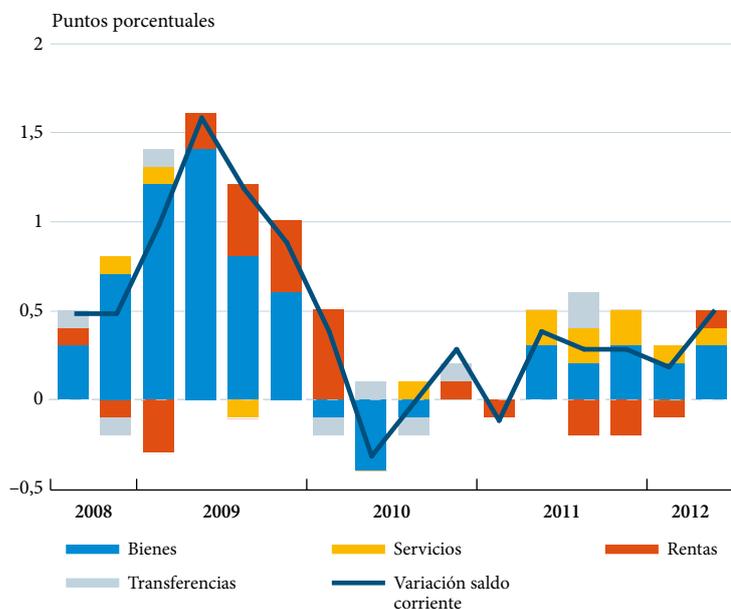
Así pues, esperamos que la contribución de la balanza de bienes a la mejora del déficit corriente se reduzca significativamente. En su lugar, el buen pulso de la balanza de servicios podría liderar las correcciones durante los próximos meses. En efecto, esta partida alcanzó un superávit del 3,5% del PIB en el segundo trimestre de 2012, la mayor cifra desde que se poseen datos. Un comportamiento que responde tanto a la mejora del componente turístico como del resto de servicios. Por lo que respecta al primero, los datos referentes a la entrada de turistas durante julio y agosto apuntan hacia nuevos incrementos del superávit. Así, el número de visitantes extranjeros en estos meses fue de 15,6 millones, un 4,7% más que en el mismo periodo de 2011. Esta cifra se convierte en la mayor entrada de turistas de todos los periodos estivales.

**El deterioro del saldo energético frena la corrección del déficit comercial en julio.**

**La entrada de turistas en julio y agosto aumenta un 4,7% interanual.**

## LA BALANZA DE BIENES SIGUE LIDERANDO LA CORRECCIÓN DEL DÉFICIT CORRIENTE

Contribución a la variación trimestral del saldo corriente



FUENTE: Banco de España.

## BALANZA DE PAGOS

Junio 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	-15.579	-25,6	-34.363	10.814	-23,9
Servicios					
<i>Turismo</i>	13.064	0,9	30.723	2.013	7,0
<i>Otros servicios</i>	3.314	312,0	6.146	4.764	344,8
Total	16.378	19,1	36.869	6.778	22,5
Rentas	-12.055	2,0	-26.343	-4.688	21,6
Transferencias	-5.878	5,7	-6.223	1.382	-18,2
<b>Total</b>	<b>-17.134</b>	<b>-30,3</b>	<b>-30.060</b>	<b>14.285</b>	<b>-32,2</b>
<b>Cuenta de capital</b>	<b>2.414</b>	<b>-16,9</b>	<b>4.996</b>	<b>-593</b>	<b>-10,6</b>
<b>Balanza financiera</b>					
Inversiones directas	5.798	-	11.233	24.669	-
Inversiones de cartera	-77.493	-	-103.517	-152.283	-
Otras inversiones	-148.122	-	-223.384	-282.341	-
<b>Total</b>	<b>-219.817</b>	<b>-</b>	<b>-315.668</b>	<b>-409.954</b>	<b>-</b>
Errores y omisiones	-2.252	-	-10.379	-15.467	-
Variación de activos del Banco de España	236.790	-	351.111	411.729	-

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.

### Las subastas del BCE permiten reducir el déficit de rentas en una décima del PIB.

Ante estos datos, es de esperar que la contribución del sector servicios a la evolución del PIB mantenga el buen tono mostrado en el segundo trimestre del año. Durante ese periodo, las exportaciones de servicios crecieron un 4,2% intertrimestral. Como consecuencia, su contribución a la variación del PIB real fue de 4 décimas, por encima de la contribución de las exportaciones de bienes, de 0,1 puntos porcentuales en este mismo periodo.

La lectura de la balanza de pagos también refleja la realidad financiera del país. En este sentido, tras tres trimestres de incrementos consecutivos el déficit de rentas mejoró ligeramente. Concretamente en una décima del PIB en el segundo trimestre. Esta evolución responde, en gran medida, a las subastas de liquidez realizadas

por el Banco Central Europeo a inicios de año y que redujeron parcialmente el coste de financiación de la deuda española.

El importante uso de esta fuente de financiación y el repunte de las turbulencias en los mercados de deuda soberana también han repercutido en la cuenta financiera. Así, el recurso al Eurosistema se convirtió en la principal vía de entrada neta de capitales durante el segundo trimestre del año, con un aumento de 127.054 millones de euros. Una entrada de capitales que ha desplazado, principalmente, a la financiación a corto plazo que, en el mismo periodo se reducía en 115.461 millones de euros. Por otro lado, las inversiones directas y en cartera registraron un aumento de 6.128 y una reducción de 21.478 millones de euros respectivamente.

## Sector público

### Siguen las dudas acerca del cumplimiento del objetivo de déficit

A principios de septiembre, el programa de compra condicional de deuda pública anunciado por el Banco Central Europeo (BCE) permitió aliviar las tensiones en los mercados financieros. Pese a ello, aún existen reservas acerca de la capacidad del sector público español de enderezar sus finanzas. Unas dudas que el Gobierno pretende disipar con la presentación, a finales de este mes, de los Presupuestos Generales del Estado para 2013. Efectivamente, no se trata de una tarea sencilla. Máxime si se tienen en cuenta las dificultades mostradas, a lo largo de 2012, por los distintos organismos públicos a la hora de corregir sus desequilibrios fiscales. Ante estas dificultades, aumenta la posibilidad que la

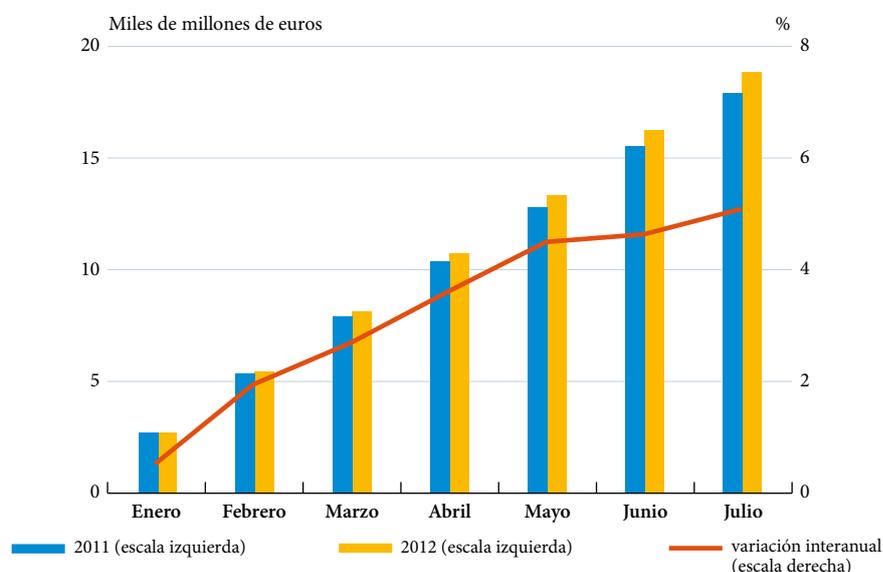
consolidación de las cuentas públicas pase, necesariamente, por la intervención de las instituciones europeas.

El paraguas del BCE ha mejorado significativamente el coste de financiación de la deuda pública española. Tomando como ejemplo la rentabilidad de los bonos a 10 años, se observa que esta se ha reducido en 101 puntos básicos durante los primeros 20 días del mes, y ya acumula una caída de 181 puntos básicos desde el máximo de julio. Una rebaja que ha sido aún mayor en el caso de los bonos con vencimientos a menor plazo. Esta coyuntura ha sido aprovechada por el Tesoro público para incrementar el ritmo de las emisiones de deuda en septiembre y alejar así la amenaza de los 31.130 millones de euros de vencimientos del mes de octubre.

**La actuación del BCE permite reducir los costes de financiación de la deuda pública.**

### EL PAGO POR PRESTACIONES POR DESEMPLEO AUMENTA

Pago por prestaciones por desempleo; datos acumulados en lo que va de año y variación



FUENTES: Ministerio de Empleo y Seguridad Social y elaboración propia.

**Los saldos del Estado y de la Seguridad Social no se corrigen durante los primeros siete meses del año.**

**El deterioro de la actividad económica aumenta el pago de prestaciones por desempleo un 5,1% interanual.**

**Las comunidades autónomas logran reducir su déficit a la mitad durante el primer semestre.**

**Las dudas respecto al cumplimiento de los objetivos aumentan las probabilidades de un rescate.**

Sin embargo, este efecto es temporal. De hecho, pese a la suavización del objetivo de déficit de 2012 en un punto porcentual, hasta el 6,3% del producto interior bruto (PIB), las dudas acerca de su cumplimiento aún persisten. Los últimos datos publicados de ejecución presupuestaria no han ayudado a despejarlas. En el caso de las cuentas del Estado, el déficit acumulado entre enero y julio, del 4,6% del PIB, ya superaba en una décima el objetivo para el conjunto del año. De forma similar, estimamos que el superávit de la Seguridad Social acumulado durante los primeros siete meses del año se redujo, cerca de 1.000 millones de euros.

¿Cómo es posible que, en un contexto de ajuste fiscal, la corrección del déficit sea prácticamente nula? El análisis de la ejecución presupuestaria del Estado ayuda a dar respuesta a esta pregunta. En efecto, las medidas aprobadas por el Gobierno permitieron reducir, en 3.243 millones de euros, el gasto en partidas como el consumo, la remuneración de asalariados o las inversiones públicas respecto a 2011. Por el lado de los ingresos, la comparación con el ejercicio anterior es más difícil. Ello se debe a la distorsión que representan las transferencias entre el Estado y las comunidades autónomas en concepto del Fondo de Suficiencia o la liquidación presupuestaria correspondiente a 2010. En su defecto, los datos de contabilidad de caja apuntarían hacia una mejora de los impuestos directos, especialmente del impuesto sobre la renta de las personas físicas y el de sociedades.

Sin embargo, dos factores han neutralizado dichos avances. Primero, el mayor coste de financiación de la deuda pública, que provocó un incremento del pago de intereses de 1.944 millones de euros. En segundo lugar, el menor dinamismo de la actividad económica del país redujo la recaudación de los impuestos indirectos, y especialmente del impuesto sobre el valor añadido (IVA), entre enero y julio. En este contexto de deterioro de la economía, el

pago de las prestaciones por desempleo por parte del Servicio Público de Empleo también aumentó. Como muestra el gráfico anterior, el gasto entre enero y julio creció un 5,1% interanual, hasta los 18.793 millones de euros. Este incremento contrasta con la reducción prevista en los Presupuestos Generales del Estado de 2012, del 6,2%.

En contraposición, las cuentas de las comunidades autónomas sí que registraron una mejoría significativa durante el primer semestre de 2012. Concretamente, su déficit se redujo hasta la mitad del registrado un año atrás, situándose en el 0,8% del PIB. Una mejora que, aunque con distintas intensidades fue prácticamente generalizada en todas las comunidades. Destacan los ajustes realizados en Castilla-La Mancha y Baleares, de 3,5 y 2,1 puntos porcentuales respectivamente.

En definitiva, observamos que tan solo las comunidades autónomas fueron capaces de corregir sus finanzas públicas durante el primer semestre de 2012. Sin embargo, este ajuste no parece suficiente para lograr, a finales de año, una reducción del déficit de 1,8 puntos porcentuales, la mayor entre los distintos organismos públicos. También es difícil que la Seguridad Social y el Estado alcancen sus objetivos. En el caso de este último, sin embargo, las medidas puestas en marcha para los últimos meses del año podrían permitir reducir su desviación. Entre ellas, el incremento del IVA y la eliminación de la paga extraordinaria de diciembre a los empleados públicos.

Como consecuencia, el cumplimiento de la senda de consolidación fiscal del sector público está bajo sospecha. En este sentido, la reacción de los mercados ante la presentación de los Presupuestos Generales del Estado de 2013 y de posibles nuevas reformas estructurales determinará la posibilidad de evitar la solicitud de ayuda a los mecanismos de rescate de la Unión Europea.

## Ahorro y financiación

### Se inician los planes de viabilidad de los bancos con deficiencias de capital

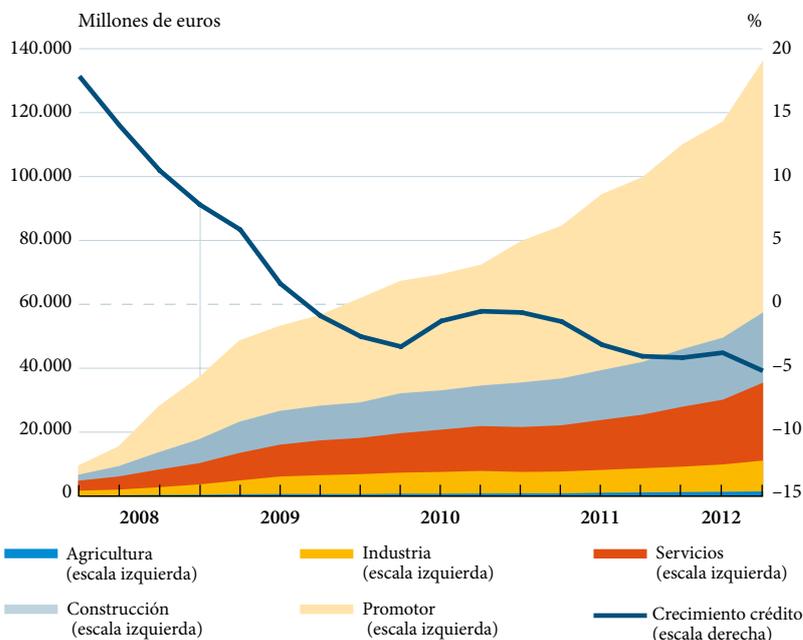
El proceso de reestructuración del sector bancario español continúa su curso. De acuerdo con lo establecido en el Memorando de Entendimiento (MoU) de asistencia financiera, el Gobierno español aprobó el 31 de agosto el real decreto ley de reestructuración y resolución de entidades de crédito. Esta norma recoge las herramientas esenciales que deberán utilizarse en los procesos de gestión de crisis de entidades de crédito, entre ellas la creación de una Sociedad de Gestión de Activos (SGA), también denominado «banco malo».

Tras la publicación de los resultados de las pruebas de resistencia para determinar las necesidades de capital de cada entidad, el proceso de reestructuración bancaria entra en la siguiente etapa. Según la hoja de ruta establecida en el MoU, los esfuerzos se centraran a partir de ahora en la determinación de la viabilidad de los bancos débiles. Las entidades que ya han recibido ayudas públicas (bancos del Grupo 1) y las que requieran la recepción de esta (bancos del Grupo 2), deben presentar planes de reestructuración o de resolución ordenada que aborden los déficits de capital detectados en la prueba de resistencia. Estos planes deben ser aprobados por la Comisión

Se publican las necesidades de capital de cada entidad.

### AUMENTAN LOS CRÉDITOS DUDOSOS

Créditos dudosos por sector de actividad y tasa interanual de crecimiento del crédito para financiar actividades productivas



FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

**La caída de depósitos de empresas y hogares se explica en parte por la emisión de pagarés con mayor remuneración.**

Europea como requisito para el desembolso de los fondos de rescate. Al mismo tiempo se producirá la segregación de los activos dañados de los bancos que precisan apoyo público que serán transferidos a la SGA.

Ante este contexto de incertidumbre sobre las necesidades de capital de la banca española, se ha generado un debate sobre la fuga de depósitos de las entidades españolas. Según los datos publicados por el Banco Central Europeo (BCE), los depósitos del sistema bancario español experimentaron una pronunciada caída de 71.200 millones de euros en el mes de julio, con lo que la salida de depósitos se situaría en 231.900 millones desde julio de 2011. Estas cifras hicieron saltar las señales de alarma sobre una posible fuga de depósitos. Sin embargo, un análisis detallado muestra que estas estadísticas están diseñadas para el análisis monetario del BCE y que no se corresponden estrictamente a los balances de los bancos.

Así, los datos de depósitos publicados por el Banco de España unos días más tarde indican que la mayor parte de la retirada de depósitos de las entidades españolas, en concreto un 61%, se debe a la caída de operaciones de cesión temporal (repos) realizadas a través de entidades de contrapartida central y a la contracción de depósitos de sociedades y fondos de titulización. Estas operaciones son de naturaleza monetaria y no reflejan una retirada de depósitos de empresas y familias. De hecho, el BCE ha anunciado que a partir del próximo mes las estadísticas monetarias se ajustarán por estas partidas con el fin de proporcionar una información más transparente para los usuarios externos.

Una vez descontamos este efecto, el crecimiento interanual en el mes de julio de los depósitos a la vista de hogares y empresas se sitúa en el -0,4% y el -12,7%, respectivamente. Un factor que contribuye a explicar la caída de los depósitos de hogares y empresas es la sustitución de estos por

## CRÉDITO POR FINALIDADES AL SECTOR PRIVADO

Segundo trimestre de 2012

	Saldo (*)	Variación año actual		Variación 12 meses	
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%
<b>Financiación de actividades productivas</b>					
Agricultura, ganadería y pesca	21.085	-697	-3,2	-1.351	-6,0
Industria	138.007	-5.240	-3,7	-8.475	-5,8
Construcción	91.834	-6.712	-6,8	-13.655	-12,9
Servicios	661.988	-18.495	-2,7	-26.645	-3,9
<b>Total</b>	<b>912.914</b>	<b>-31.144</b>	<b>-3,3</b>	<b>-50.125</b>	<b>-5,2</b>
<b>Financiación a personas físicas</b>					
Adquisición y rehabilitación de vivienda propia	644.236	-12.216	-1,9	-14.763	-2,2
Adquisición de bienes de consumo duradero	34.726	-2.960	-7,9	-5.475	-13,6
Otras financiaciones	100.988	1.696	1,7	-4.869	-4,6
<b>Total</b>	<b>779.950</b>	<b>-13.480</b>	<b>-1,7</b>	<b>-25.107</b>	<b>-3,1</b>
<b>Otros</b>	<b>51.351</b>	<b>6.284</b>	<b>13,9</b>	<b>1.647</b>	<b>3,3</b>
<b>TOTAL</b>	<b>1.744.215</b>	<b>-38.340</b>	<b>-2,2</b>	<b>-73.585</b>	<b>-4,0</b>
<b>Adquisición de viviendas y actividades inmobiliarias</b>	<b>901.685</b>	<b>-23.188</b>	<b>-2,5</b>	<b>-35.117</b>	<b>-3,7</b>

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

pagarés bancarios. Los depósitos de alta remuneración estaban penalizados vía una mayor contribución al fondo de garantía de depósitos. Esto estimuló la emisión de alrededor de 30.000 millones de euros en pagarés con rentabilidades más atractivas. Sin embargo, la eliminación de dicha penalización el pasado 31 de agosto indica que probablemente se reducirá la emisión de pagarés y se volverán a constituir depósitos bancarios.

El crédito bancario al sector privado retrocedió un 3,4% interanual en julio, probablemente arrastrado por el deterioro de la cartera de préstamos y el débil pulso de la economía española. El desglose por finalidades muestra que el crédito se está contrayendo en todas las ramas de actividad. También destaca la caída del crédito a hogares para la adquisición de bienes de consumo duradero, lo que señala la débil capacidad de compra de las familias.

Los datos de créditos dudosos sitúan la tasa de morosidad para el conjunto del sistema

bancario español en el 9,7%. Esta tasa se eleva hasta el 14,9% en los créditos a sectores residentes para financiar actividades productivas. Tal y como se observa en el gráfico anterior, las actividades inmobiliarias (promotores) y el sector de la construcción concentran el mayor volumen de créditos dudosos. Sin embargo, destaca el incremento de la morosidad en el sector servicios, y en particular, en los servicios de hostelería y servicios de transporte, almacenamiento y comunicaciones. Esto es especialmente significativo pues muestra que los problemas crediticios no están contenidos en sectores relacionados con la construcción, sino que la fragilidad se está extendiendo a todos los sectores productivos.

En resumen, en los próximos meses se completará el proceso de saneamiento del sector bancario español. Esto será crucial para disipar las dudas sobre la solvencia de las entidades españolas. Así, se espera que para finales de este año el sistema financiero español cuente con entidades fuertes y recapitalizadas.

**La morosidad continúa subiendo con fuerza.**

## FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS (1)

Julio 2012

	Saldo	Variación año actual	Variación 12 meses	% participación
	Millones de euros	Millones de euros	% (2)	
Sector privado	2.066.938	-59.408	-3,4	72,0
Empresas no financieras	1.218.517	-36.869	-3,3	42,4
<i>Préstamos de entidades residentes (3)</i>	804.233	-36.654	-5,9	28,0
<i>Valores distintos de acciones</i>	68.991	3.904	8,8	2,4
<i>Préstamos del exterior</i>	345.292	-4.119	0,8	12,0
Hogares (4)	848.422	-22.539	-3,4	29,5
<i>Préstamos para la vivienda (3)</i>	652.449	-14.417	-3,0	22,7
<i>Otros (3)</i>	192.867	-8.198	-4,6	6,7
<i>Préstamos del exterior</i>	3.105	77	4,3	0,1
Administraciones públicas (5)	805.019	68.778	13,7	28,0
<b>TOTAL</b>	<b>2.871.958</b>	<b>9.370</b>	<b>1,2</b>	<b>100,0</b>

NOTAS: (1) Residentes en España.

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

(3) Incluyen préstamos titulizados fuera del balance bancario.

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

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

# Estudios y Análisis Económico, "la Caixa"

## Publicaciones

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

Correo electrónico: [publicacioneseestudios@lacaixa.es](mailto:publicacioneseestudios@lacaixa.es)

### ■ INFORME MENSUAL

Informe sobre la situación económica (disponible también en inglés)

### ■ ANUARIO ECONÓMICO DE ESPAÑA 2012

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

### ■ COLECCIÓN COMUNIDADES AUTÓNOMAS

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

### ■ 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)

#### 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

#### 07/2012. Risk on-Risk off: las correlaciones en tiempos de crisis Eduardo Pedreira

### ■ 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

Octubre 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...):  
publicacionestudios@lacaixa.es

## GRUPO ”la Caixa”: DATOS MÁS RELEVANTES

a 31 de diciembre de 2011

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

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

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

