

Informe Mensual



LOS OTROS EMERGENTES

Mercados frontera: ¿los emergentes del futuro? Pág. 17

Capital humano y tecnológico, situación política y estabilidad macroeconómica, claves para los futuros emergentes

Los que no van a emerger Pág. 20

Una cuarta parte de la humanidad vive en países con casi nulas expectativas de mejora económica

El Mediterráneo, ¿un puente o una frontera para el desarrollo económico? Pág. 36

La implicación de los países de la Unión Europea en el desarrollo de la orilla sur del Mediterráneo debe ser máxima

La banca móvil y su contribución al desarrollo económico Pág. 47

¿Cómo bancarizar a la población de países emergentes a un coste razonable?

Previsiones

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

	2010	2011	2012	2010		2011					
				III	IV	I	II	III	IV		
ECONOMÍA INTERNACIONAL											
					Previsiones		Previsiones				
Producto interior bruto											
Estados Unidos	3,0	1,7	2,0	3,5	3,1	2,2	1,6	1,6	1,4		
Japón	4,0	-0,5	2,7	4,8	2,5	-0,7	-1,1	-1,1	0,7		
Reino Unido	1,3	1,1	1,7	2,5	1,5	1,6	0,7	0,5	1,5		
Zona del euro	1,7	1,6	1,3	2,0	2,0	2,4	1,6	1,3	1,2		
<i>Alemania</i>	3,6	2,9	1,5	4,0	3,8	4,6	2,8	2,3	1,8		
<i>Francia</i>	1,4	1,7	1,4	1,6	1,4	2,2	1,7	1,4	1,5		
Precios de consumo											
Estados Unidos	1,6	3,2	2,3	1,2	1,2	2,2	3,3	3,8	3,7		
Japón	-0,7	0,2	0,3	-0,8	0,1	0,0	0,1	0,5	0,1		
Reino Unido	3,3	4,3	2,7	3,1	3,4	4,1	4,4	4,4	4,2		
Zona del euro	1,6	2,7	1,8	1,7	2,0	2,5	2,8	2,7	2,7		
<i>Alemania</i>	1,1	2,3	1,8	1,2	1,5	2,1	2,3	2,4	2,3		
<i>Francia</i>	1,5	2,1	1,6	1,5	1,6	1,8	2,1	2,1	2,1		
ECONOMÍA ESPAÑOLA											
					Previsiones		Previsiones				
Agregados macroeconómicos											
Consumo de los hogares	1,3	0,7	0,7	1,5	1,7	0,7	-0,2	1,1	1,2		
Consumo de las AAPP	-0,7	-0,3	-2,4	-0,7	-0,9	2,6	-1,0	-1,3	-1,6		
Formación bruta de capital fijo	-7,5	-5,0	0,1	-6,7	-6,1	-6,0	-6,7	-4,2	-3,2		
<i>Bienes de equipo</i>	1,9	0,6	4,3	2,4	1,2	0,3	-3,7	3,1	2,7		
<i>Construcción</i>	-11,1	-8,2	-1,9	-11,2	-10,6	-10,4	-9,3	-7,6	-5,6		
Demanda nacional (contr. al Δ PIB)	-1,2	-0,8	0,0	-0,7	-0,6	-0,4	-1,9	-0,6	-0,3		
Exportación de bienes y servicios	10,3	9,7	6,4	9,4	10,5	12,1	8,4	10,1	8,1		
Importación de bienes y servicios	5,5	3,2	2,3	5,0	5,3	6,3	-1,7	4,2	3,9		
Producto interior bruto	-0,1	0,8	1,1	0,2	0,6	0,9	0,7	0,9	0,8		
Otras variables											
Empleo	-2,3	-0,9	0,3	-1,6	-1,4	-1,4	-1,0	-0,7	-0,6		
Tasa de paro (% población activa)	20,1	21,5	21,8	19,8	20,3	21,3	20,9	21,5	22,4		
Índice de precios de consumo	1,8	3,2	1,6	1,9	2,5	3,5	3,5	3,1	2,7		
Costes laborales unitarios	-1,5	-1,0	0,1	-1,9	-2,3	-1,5	-1,5				
Saldo operaciones corrientes (% PIB)	-4,5	-4,0	-3,5	-3,7	-3,2	-6,4	-2,9	-2,7	-3,8		
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	-3,9	-3,5	-3,1	-3,1	-2,6	-5,9	-2,4	-2,2	-3,4		
Saldo público (% PIB)	-9,3	-7,5	-5,0	-7,9	-13,4	-5,3	-9,9				
MERCADOS FINANCIEROS											
					Previsiones		Previsiones				
Tipos de interés internacionales											
Fed Funds	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3		
Repo BCE	1,0	1,3	1,5	1,0	1,0	1,0	1,3	1,5	1,5		
Bonos EEUU 10 años	3,2	2,8	2,1	2,8	2,8	3,4	3,2	2,4	2,0		
Bonos alemanes 10 años	2,8	2,6	2,7	2,4	2,6	3,2	3,1	2,3	2,0		
Tipos de cambio											
\$/Euro	1,33	1,40	1,40	1,29	1,36	1,37	1,44	1,41	1,39		

Índice

- 1 Editorial**
- 2 Resumen ejecutivo**
- 6 Coyuntura internacional**
 - 6 Estados Unidos
 - 10 Japón
 - 12 China
 - 14 Brasil
 - 15 México
 - 17 Mercados frontera:
¿los emergentes del futuro?**
 - 19 Materias primas
 - 20 Los que no van a emerger**
- 24 Unión Europea**
 - 24 Zona del euro
 - 27 Alemania
 - 29 Francia
 - 31 Italia
 - 32 Reino Unido
 - 33 Europa emergente
 - 36 El Mediterráneo,
¿un puente o una frontera
para el desarrollo
económico?**
- 38 Mercados financieros**
 - 38 Mercados monetarios
y de capital
 - 47 La banca móvil
y su contribución
al desarrollo económico**
- 51 Coyuntura española**
 - 51 Actividad económica
 - 55 Mercado de trabajo
 - 59 Precios
 - 63 Sector exterior
 - 66 Sector público
 - 68 Ahorro y financiación

Los otros emergentes

Mientras las economías avanzadas –Norteamérica, Europa Occidental, Japón– se debaten en un entorno de bajo crecimiento, peligrosos desequilibrios en las finanzas públicas e inciertas perspectivas económicas, el resto del mundo avanza con firmeza en crecimiento y mejora del nivel de vida. Mientras los países ricos apenas crecerán un 1,5% en 2011, el resto superará el 6%. Más o menos lo mismo que ha sucedido en la última década y que se prevé ocurra en los próximos años. El peso del mundo desarrollado retrocede ante el avance implacable del mundo en desarrollo y las distancias entre ambos empiezan a reducirse.

Este florecimiento de las economías menos avanzadas arrancó en los años noventa de la mano principalmente de los países asiáticos y se extendió a otras regiones a lo largo de la última década. La gran recesión de 2008-2009, que tan directamente afectó a los países ricos, apenas incidió sobre el resto. Las estrellas refulgentes de este vuelco de la economía mundial son los grandes emergentes: China, India y Brasil, a las que se puede añadir Rusia. Grandes en población, extensión y potencial expansivo. Economías muy distintas entre sí pero con el denominador común de haber alterado el patrón establecido del comercio internacional, la disponibilidad de mano de obra, los flujos de materias primas o el sistema de tipos de cambio.

Pero los grandes emergentes no son más que la parte más visible del fenómeno. Otros muchos países están consiguiendo imbricarse en el entramado del comercio y la economía mundial y, por esta vía, acceder a niveles crecientes de bienestar. Se encuentran en Europa del Este, en América Latina, en Asia y en África. En general, se considera que sus buenos resultados son consecuencia de los avances en varios ámbitos decisivos, como la estabilidad macroeconómica, es decir, mantener los desequilibrios dentro de parámetros aceptables, evitando, por ejemplo, situaciones como la hiperinflación. También son países con economías abiertas al comercio y a la inversión exterior, con un nivel aceptable de desarrollo del capital humano y de capacitación tecnológica y, sobre todo, con unas condiciones políticas e institucionales que propician y favorecen el desarrollo de los negocios y de las transacciones mercantiles.

Ciertamente, también nos encontramos con un numeroso grupo de países que encuentran muchas dificultades para establecer las bases mínimas para labrar el camino a la prosperidad económica. El principal escollo suele ser la espiral de conflicto y violencia, política o criminal, que afecta a numerosos estados. El caldo de cultivo del conflicto se encuentra en la pobreza y los bajos niveles de renta per cápita en la que sobreviven millones de personas. En estos países, la existencia de recursos naturales acentúa el riesgo de violencia, mientras que la corrupción tiene un efecto letal sobre la capacidad de funcionamiento de las instituciones. Otros factores de naturaleza no económica también pueden encender la mecha del conflicto, como la exclusión o la desigualdad que afecta a grupos regionales, religiosos o étnicos. Lo cierto es que en estos casos, enderezar el país y conseguir el funcionamiento de las instituciones básicas son procesos delicados y frágiles que llevan muchos años.

¿Qué países serán capaces de traspasar la línea que los separa de la calificación de emergentes en los próximos años? La respuesta tiene interés porque invertir en ellos puede suponer importantes réditos futuros. También tiene sus riesgos, puesto que la historia pasada no tiene por qué continuar indefinidamente. En cualquier caso, la emergencia de nuevos países siempre será una buena noticia para el conjunto de la economía mundial.

RESUMEN EJECUTIVO

La Cumbre del euro alcanza por fin una postura común para afrontar la crisis de la deuda soberana.

La quita voluntaria de la deuda griega se eleva al 50%, aumenta el coeficiente de capital de máxima calidad de los principales bancos europeos al 9%...

...se amplía la capacidad de financiación del fondo de rescate y se señalan algunos deberes para las economías más afectadas.

Las perspectivas económicas se enturbian

La Cumbre europea del 26 de octubre ha alcanzado una serie de acuerdos que se espera alivien, por lo menos de momento, el crítico estado que ha alcanzado la eurozona. Dos años después de que se empezaran a conocer los problemas del presupuesto griego y tras trece cumbres europeas, en esta ocasión los jefes de Estado y de Gobierno han encontrado una postura común que consideramos tiene elementos positivos, pero de la cual queda mucho por concretar. Es por ello que creemos que si los detalles se especifican de forma satisfactoria la situación podría ir mejorando de forma gradual, no pudiéndose descartar nuevas tensiones si los mismos decepcionan.

El primer punto de acuerdo es el replanteamiento del plan de rescate a Grecia. Tras el informe favorable de la troica negociadora (Banco Central Europeo, Fondo Monetario Internacional y Comisión Europea), se ha dado luz verde al desembolso del octavo tramo de ayuda. Pero lo más importante es el acuerdo para reducir la deuda griega mediante una quita del 50% a la que, voluntariamente, podrá acceder el sector privado. El importante deterioro de la economía helena en los últimos meses ha obligado a adoptar esta medida para asegurar la sostenibilidad de la deuda pública en el largo plazo. El canje de los nuevos bonos se efectuará a principios de 2012 y no está claro el grado de aceptación de esta oferta.

El segundo punto es la recapitalización del sector bancario europeo. A pesar de que la banca del viejo continente superó con nota los tests de estrés realizados en la primavera, se ha considerado necesario endurecer

la ratio de capital de máxima calidad hasta el 9% para las entidades bancarias más importantes. A pesar de que el origen de la incertidumbre sobre la solvencia de la banca está en la sostenibilidad de la deuda pública, se argumenta que este paso es necesario para disipar los peligros de contagio que rodean al sector y, así, reabrir los mercados de financiación mayorista. Esta recapitalización deberá producirse antes del 30 de junio de 2012. El riesgo está en que la misma endurezca las condiciones crediticias y debilite o alargue el proceso de recuperación económica de la eurozona. En el caso de España, la recapitalización afectará a los cinco principales bancos y, según cálculos preliminares, supondrá 26.161 millones de euros de los 106.000 millones en los que Bruselas cifra las necesidades totales de la banca europea.

En tercer lugar, en la maratónica reunión de los líderes europeos se ha acordado la ampliación de la capacidad financiera del fondo de rescate, la Facilidad Europea de Estabilización Financiera, hasta alrededor de un billón de euros, aunque no se ha concretado cómo se efectuará esta ampliación. En estos momentos el fondo cuenta con 440.000 millones de euros de dotación inicial. También se apuntan los mecanismos sobre los que se articulará el apoyo del fondo a las deudas soberanas en dificultades, que en todo caso se deberán concretar más en el futuro.

Por último, la Cumbre del euro ha subrayado la importancia de seguir avanzando en la mejora de la gobernanza europea y en la disciplina fiscal. Además, las conclusiones de la Cumbre se refieren a los avances de Irlanda y Portugal en el desarrollo de sus planes de ajuste, así como a los dos países más afectados por la subida de las pri-

mas de riesgo, Italia y España. En este caso, los jefes de Estado y de Gobierno de la eurozona han alabado los avances españoles en la reducción del déficit público, la reestructuración del sector bancario y las reformas de los mercados de trabajo y de productos, pero destacan la necesidad de flexibilizar el mercado de trabajo y de mejorar la competitividad, especialmente en el sector servicios.

La adecuación de estas medidas a la resolución de la crisis de la deuda soberana es fundamental para frenar el intenso debilitamiento de la actividad económica que se ha registrado en los últimos meses en la zona del euro. En general, todos los indicadores, ya sean tanto de oferta como de demanda, han iniciado una marcada tendencia bajista. Sorprende especialmente la celeridad con la que la confianza del consumidor europeo ha empezado a deteriorarse desde julio tras mantenerse en niveles similares al promedio histórico a lo largo de un año. Esta mala evolución contrasta con el sólido comportamiento de la producción industrial del mes de agosto, que presentó un crecimiento del 5,3% interanual. Sin embargo, varios indicadores adelantados sugieren que la actividad económica se deteriorará, con un índice PMI de gerentes de compra que ha descendido por debajo del nivel de 50 puntos, cota que indica contracción, o unos resultados de las encuestas de confianza empresarial negativos. Por estas razones, consideramos que el riesgo de recesión en la eurozona se ha elevado sensiblemente, si bien por el momento mantenemos la previsión de crecimiento para los próximos trimestres.

También mantenemos la previsión de que el Banco Central Europeo (BCE) sostendrá el tipo de interés de referencia en el 1,50%, pero se abre paso la posibilidad de bajarlo si se confirma el escenario recesivo. En el último Consejo de Gobierno, celebrado en octubre, Jean-Claude Trichet, en su última comparecencia como presidente del BCE, cumplió con el guion de las veces anteriores al expresar el perfil acomodaticio de la

política monetaria de la entidad, reconociendo que los riesgos actuales vinculados al elevado endeudamiento de algunos países de la periferia y la desaceleración del comercio internacional están generando un aumento de las presiones bajistas sobre la tasa de crecimiento de la eurozona. Según Trichet, el BCE está plenamente comprometido en la adopción de las medidas extraordinarias necesarias para restaurar la estabilidad financiera y el normal funcionamiento de los mercados, siendo su intervención más relevante la compra de bonos soberanos de los países de la periferia. Aunque inicialmente este programa tenía un carácter excepcional, el aumento de los riesgos de un posible contagio de las dificultades a otras economías de la región, como la española o la italiana, han convertido al BCE en un comprador habitual de bonos soberanos.

Fuera de la zona del euro, el riesgo de una desaceleración global brusca ha descendido apreciablemente. En Estados Unidos, el producto interior bruto (PIB) del tercer trimestre creció un 1,6% interanual, una tasa algo superior a la que esperábamos, con avances destacables del consumo de las familias y de la inversión de las empresas. Se trata de un resultado coherente con los indicadores ya conocidos como la confianza empresarial, las ventas minoristas o incluso el empleo. A la creación de 103.000 empleos netos en septiembre se añadió una revisión al alza de 99.000 empleos en los meses de julio y agosto, que llevó hasta 1.074.000 efectivos la creación neta de empleos acumulada en lo que va de año.

En cuanto a las economías emergentes, estas muestran, en general, una ralentización suave, con un aumento del PIB de China del 9,1% en el tercer trimestre. En otros países, donde la actividad se ha resentido más, como en Brasil, la política monetaria se está tornando más laxa, lo que reduce los riesgos de un aterrizaje brusco. En México, las turbulencias financieras y la ralentización de las grandes economías avanzadas explican en gran medida la ex-

Los indicadores de la zona del euro toman una acusada tendencia bajista...

...que podría llevar al BCE a reconsiderar el mantenimiento de los tipos de interés de referencia en el nivel actual.

Fuera de la zona del euro, el riesgo de desaceleración global brusca ha descendido notablemente.

También en la economía española las expectativas de crecimiento se han enfriado considerablemente.

La pérdida de empleos sigue frenando el gasto de consumo privado.

El sector exterior moderará su aportación al crecimiento en los próximos trimestres.

pectativa de una fase de menor crecimiento en lo que queda de 2011 y también en 2012.

En cuanto a la economía española, y al igual que lo que sucede con la zona del euro, las expectativas de crecimiento se han enfriado notablemente. A un entorno internacional menos favorable, especialmente en lo que se refiere al principal socio comercial, la eurozona, se suma el bajón de confianza derivado de la persistente crisis de la deuda soberana y sus consecuencias en términos de disponibilidad y precio del crédito. Los indicadores de actividad recogen una situación en el tercer trimestre en la que el escaso crecimiento lo aportó un sector exterior favorecido por la actividad del turismo extranjero, beneficiado por la desviación de los flujos de viajeros por la situación conflictiva del norte de África. En cambio, indicadores como las ventas minoristas o la confianza de los consumidores se encuentran en franco declive apuntando a una trayectoria más débil de lo esperado en los próximos trimestres.

Una de las causas de la contención del gasto de las familias es la pérdida de empleos que se sigue registrando. En septiembre, el número de afiliados en alta laboral a la Seguridad Social disminuyó en 64.956 personas, con lo que el acumulado del último año contabiliza ya la pérdida de 235.918 cotizantes, un ritmo de descenso que se mantiene algo por encima del 1% en términos interanuales. La sangría de empleos se traduce en un creciente número de desempleados. España aporta el 31% de los 15,7 millones de desempleados estimados de la eurozona, lo que significa que uno de cada tres desempleados europeos es español, pese a que España representa solamente el 14% de la población de la Europa de los 17. España encabeza el *ranking* del desempleo europeo, con una tasa de paro del 21,2%, seguida de lejos por Grecia e Irlanda.

El gasto de consumo privado, dentro de su debilidad, ha podido sostenerse gracias a que las familias han seguido corrigiendo a la baja su tasa de ahorro, según los datos disponibles hasta el segundo trimestre de 2011. En dicho periodo, los hogares apartaron de su renta el 12,8% para ahorro, muy lejos del máximo alcanzado en 2009, cuando el ahorro por motivo de precaución superó el 18%. Esperamos que la tasa de ahorro siga reduciéndose hasta situarse en el 11,4% a finales de 2011.

Por su parte, el sector exterior presenta una contracción apreciable del déficit por cuenta corriente, con una caída interanual del 16,3% en julio. Esta corrección es, en gran medida, fruto del buen comportamiento de la balanza comercial, debido a la reducción de las importaciones. Sin embargo, los datos de comercio exterior apuntan a un menor ajuste en los próximos meses. Un componente relevante del mismo es la energía, cuyo déficit acumulado entre septiembre de 2010 y agosto de 2011 representa más del 80% del déficit comercial total del periodo. En cuanto a la balanza de servicios, su superávit acumulado durante los últimos doce meses aumentó un 20,9% frente al registrado en el mismo periodo del año anterior, gracias principalmente al despegue del componente turístico ya citado.

En todo caso, la aportación del sector exterior al crecimiento tenderá a moderarse en los próximos trimestres, de manera que la trayectoria de la demanda interior será decisiva, estando por ahora sujeta a grandes incertidumbres. Teniendo en cuenta la frágil situación del sector privado –empresas y familias– y el ajuste que todavía se aplicará al sector público, será clave la combinación de ajustes y reformas que se adopten para devolver a la economía española a una senda de crecimiento que permita recuperar la creación de empleos.

27 de octubre de 2011

CRONOLOGÍA

2010

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

2011

- enero** 1 Nueva ampliación de la **zona del euro**, con la entrada de Estonia, hasta diecisiete Estados miembros.
14 Caída del régimen de Ben Ali en Túnez, primer eslabón de una cadena de **cambios políticos** en el Norte de África y Oriente Medio, con repercusiones en el precio del petróleo.
- febrero** 2 Firma del **Acuerdo Social y Económico** por parte del Gobierno, sindicatos y patronal, incluyendo la reforma de las pensiones.
18 El Gobierno aprueba un decreto ley que refuerza la solvencia de las **entidades de crédito**.
- marzo** 25 Se aprueba el **Pacto por el Euro Plus** y se ponen las bases para el establecimiento del **Mecanismo Europeo de Estabilidad** en el Consejo Europeo.
- abril** 7 El **Banco Central Europeo** sube el tipo de interés oficial al 1,25%.
- mayo** 17 El Consejo de Ministros de Economía y Finanzas de la Unión Europea aprueba el plan de **ayuda financiera a Portugal** por un importe de 78.000 millones de euros.
22 Celebración de **elecciones** en trece comunidades autónomas y en los municipios.
- junio** 10 El Gobierno aprueba un decreto ley por el que se **reforma la negociación colectiva**.
- julio** 7 El **Banco Central Europeo** sube el tipo de interés oficial al 1,50%.
21 Los países de la zona del euro aprueban un segundo plan de **ayudas públicas a Grecia** entre otras medidas para gestionar la crisis de la deuda soberana.
- agosto** 16 Los dirigentes de Alemania y Francia, Angela Merkel y Nicolas Sarkozy, proponen un **reforzamiento de las instituciones de la zona del euro**, con un conjunto de mecanismos para una mayor coordinación de la política económica.
19 El Gobierno aprueba un paquete de **medidas de política económica**, con el avance del pago del impuesto de sociedades para las grandes empresas, la racionalización del gasto farmacéutico y la reducción temporal del IVA para las viviendas nuevas.
30 El Congreso aprueba reformar la Constitución para introducir el principio de **estabilidad presupuestaria**.
- 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%.

AGENDA

Noviembre

- 2 Comité de Mercado Abierto de la Fed.
3 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (octubre).
Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
4 Índice de producción industrial (septiembre).
11 Avance del PIB (tercer trimestre).
15 IPC (octubre). Avance del PIB de la UE (tercer trimestre).
16 Contabilidad nacional trimestral (tercer trimestre).
IPC armonizado de la UE (octubre).
20 Elecciones generales.
22 Comercio exterior (septiembre).
25 Precios industriales (octubre).
29 Avance IPC (noviembre). Ingresos y gastos del Estado (octubre).
30 Balanza de pagos (septiembre).

Diciembre

- 2 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (noviembre).
5 Índice de producción industrial (octubre).
8 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
13 Comité de Mercado Abierto de la Fed.
14 IPC (noviembre).
15 IPC armonizado de la UE (noviembre).
16 Coste laboral (tercer trimestre).
20 Ingresos y gastos del Estado (noviembre).
22 Comercio exterior (octubre).
23 Precios industriales (noviembre).
30 Avance IPC (diciembre).
Balanza de pagos (octubre).

COYUNTURA INTERNACIONAL

Estados Unidos crece un 1,6% y aleja el escenario de una recaída.

El sentimiento empresarial mejora ligeramente, salvo en las perspectivas de empleo.

Estados Unidos: un repunte que evita lo peor

El repunte de la demanda agregada aleja a la economía estadounidense del temido escenario de la recaída, aunque no mejoran las perspectivas para la última parte de 2011 y el conjunto de 2012. El producto interior bruto (PIB) del tercer trimestre creció un 0,6% intertrimestral (un 1,6% interanual) gracias a un consumo privado que recuperó parte del vigor de los años expansivos y a un sector exterior que se benefició del repunte exportador de julio y de unos precios del petróleo más favorables.

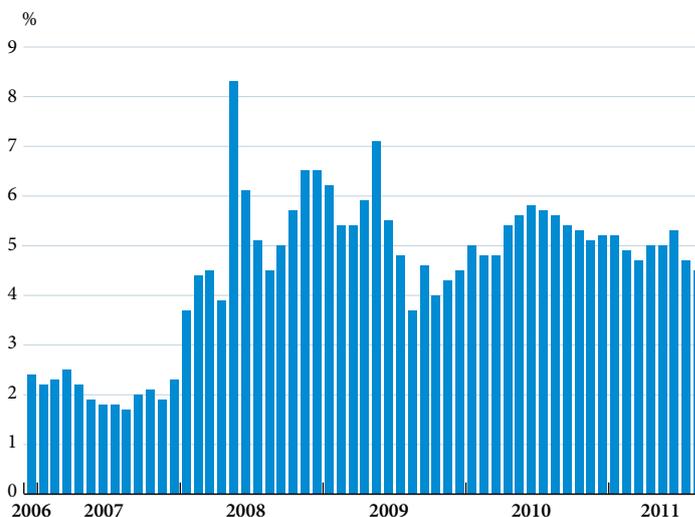
El consumo público, por su parte, siguió mostrándose débil, evidenciando la desaparición gradual de los estímulos fiscales que han contribuido a elevar la deuda pública hasta el 100% del PIB. Por el lado inversor, destaca el fuerte impulso del gas-

to en bienes de equipo, que avanzó un 10% interanual, apoyado en el sector industrial. La construcción volvió a aportar una pequeña contribución positiva al crecimiento.

La ligera mejora de la percepción empresarial es consistente con la fortaleza del tercer trimestre. El índice de sentimiento del Institute for Supply Management (ISM), tanto en servicios como en manufacturas, mostró ligeros avances que dejaron ambos índices en unos niveles que son consistentes con crecimientos del conjunto de la economía en torno al 2%. El punto débil del dato estuvo en el componente de empleo de servicios, que se situó por debajo de la referencia de 50, que es la frontera entre expansiones y recesiones, evidenciando que en el mercado laboral no se está todavía para muchas alegrías.

ESTADOS UNIDOS: ALGO MENOS DE AHORRO... ÚLTIMAMENTE

Ahorro de los hogares en porcentaje de la renta disponible

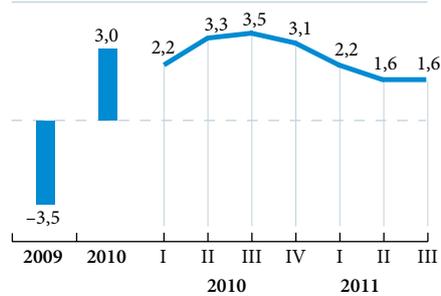


FUENTES: Bureau of Economic Analysis y elaboración propia.

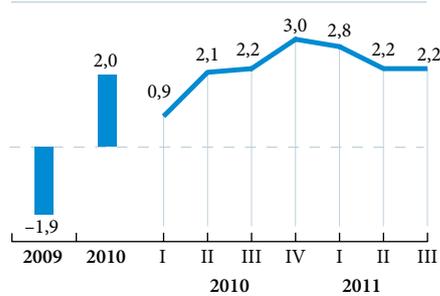
EVOLUCIÓN DEL PIB DE ESTADOS UNIDOS POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual en términos reales

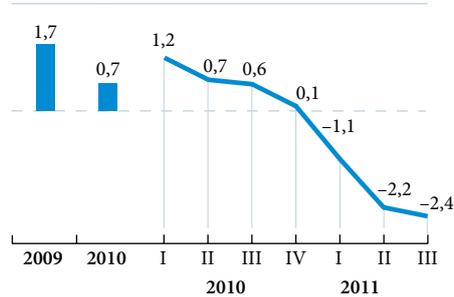
PIB



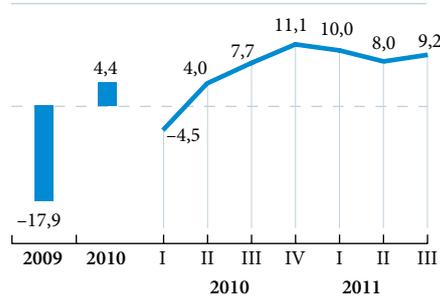
Consumo privado



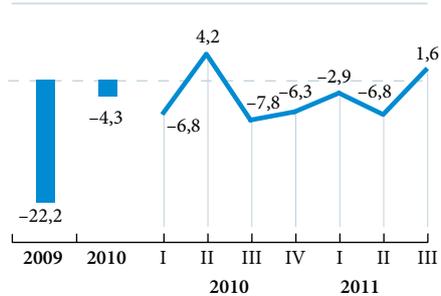
Consumo público



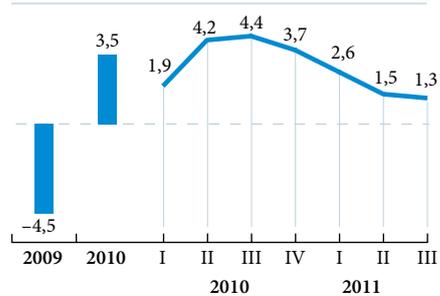
Inversión no residencial



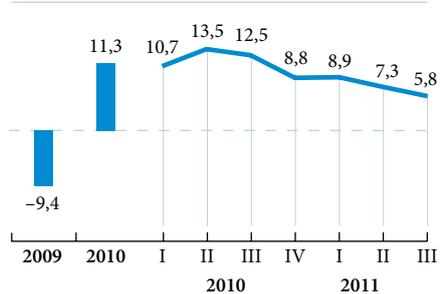
Inversión residencial



Demanda interna



Exportaciones de bienes y servicios



Importaciones de bienes y servicios



FUENTES: Bureau of Economic Analysis y elaboración propia.

El cuarto trimestre debería ser más débil que el tercero.

Los precios se toman un respiro, con el IPC en el 3,9% y el IPC subyacente en el 2,0%.

Si bien el repunte debe suponer un aumento de la confianza de los diferentes sectores económicos que ya hace más improbable la hipótesis de una recaída, hay que esperar un cuarto trimestre algo más débil que el tercero dada la temporalidad de algunos de los factores que lo apoyan. En primer lugar, la renta disponible de los hogares ralentizó su avance en el tercer trimestre, con lo que el tirón del consumo del periodo se consiguió a costa de una reducción de la tasa de ahorro, en una economía que precisa el desapalancamiento de unos hogares cuya deuda bruta sigue en un elevado 114,4% de la renta disponible. Segundo, el vigor consumista se centró en bienes duraderos, que tienen un comportamiento más errático que los bienes no duraderos y los servicios, que siguen prácticamente estancados. En tercer lugar, sigue existiendo el impedimento de un petróleo caro que, si bien es más barato que en la primera mitad de año, parece amainar más lentamente de lo esperado. En un entorno de precios de las materias primas a la baja, el petróleo sigue muy por encima

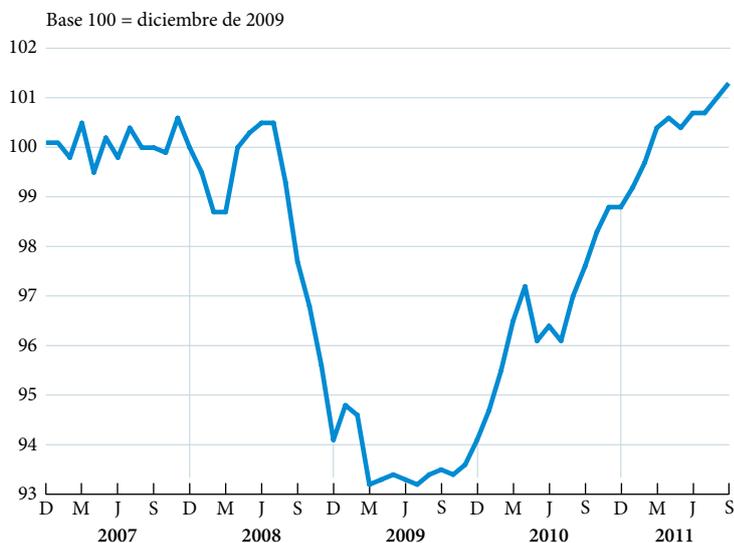
de los 100 dólares por barril, lo que supone una merma de la capacidad adquisitiva de los hogares para realizar otras compras.

Las ventas al por menor de septiembre siguieron el patrón vigoroso del consumo privado del tercer trimestre, con un incremento del 5,9% interanual, sin coches ni gasolina, que se vio reforzado por unas buenas ventas de automóviles, una fortaleza que no lo es tanto, ya que en gran parte se consiguieron a base de importantes descuentos en precios.

También la moderación de las perspectivas de inflación apunta a una tibieza de la demanda en los próximos trimestres. El índice de precios al consumo (IPC) de septiembre subió un 3,9% interanual, ligeramente por encima del 3,8% de agosto gracias a unos precios energéticos que todavía reflejan los altos precios del petróleo de meses atrás. Sin embargo, el IPC subyacente, el general excluyendo energía y alimentos, que sigue con mayor fidelidad las tendencias de los precios, puso fin a una serie de

ESTADOS UNIDOS: EL CONSUMO PRIVADO REPUNTA

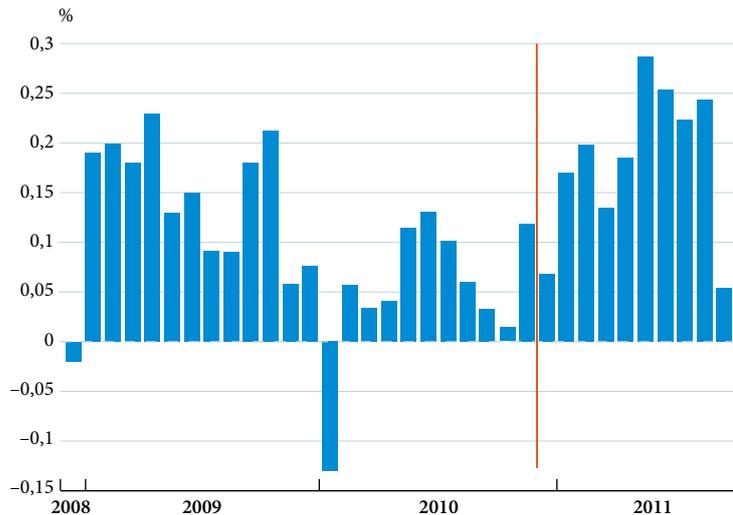
Ventas minoristas reales sin automóviles ni gasolina



FUENTES: Departamento de Comercio y elaboración propia.

ESTADOS UNIDOS: EL IPC SE TOMA UN RESPIRO

Variación intermensual del índice de precios al consumo subyacente (*)



NOTA: (*) El índice subyacente excluye alimentos y energía (desestacionalizado).
FUENTES: Departamento de Trabajo, Datastream y elaboración propia.

cinco meses alcistas con un incremento mínimo respecto a agosto que lo llevó a acumular una ganancia del 2,0% interanual. Asimismo, sin la contribución de los alquileres, el incremento de septiembre hubiera sido prácticamente nulo. El vestido y, especialmente, los bienes duraderos vieron sus precios retroceder, a causa de los ya mencionados descuentos en la venta de automóviles. El lado positivo de esta moderación de la inflación de septiembre debería dejar a la Reserva Federal un mayor margen de maniobra en caso de que fueran necesarias nuevas políticas expansivas.

También la evolución del mercado de trabajo siguió la pauta de cierto repunte sin una mejora de las perspectivas a medio plazo. A la creación de 103.000 empleos netos en septiembre se le añadió una revisión al alza de 99.000 empleos en los meses de julio y agosto que llevó hasta 1.074.000 la creación neta de empleos acumulada en el corriente. Sin embargo, la tasa de paro permaneció anclada en el 9,1%, y las tasas más amplias de desempleo, que incluyen a los desanimados y a los que trabajan a

tiempo parcial involuntariamente, empeoraron ligeramente, un aumento que dificultará nuevas reducciones significativas de la tasa de paro a lo largo de 2012, ya que desanimados y subempleados absorberán una parte importante de los puestos de trabajo que se hayan creado.

En el mercado de la vivienda mejora ligeramente la percepción empresarial, aunque la llegada de una recuperación significativa no se espera hasta bien entrado 2013. En este sentido, los precios siguen anclados en el fondo, con un índice Case-Shiller de precios de la vivienda de segunda mano que en julio permaneció prácticamente inalterado. Asimismo, las ejecuciones de hipotecas, que alimentan la sobreoferta de inmuebles, continuaron sin remitir. El sector se está orientando hacia el alquiler y los edificios multifamiliares, cuya demanda aupó la iniciación de viviendas de septiembre a las 658.000, en términos anuales, un incremento del 15,0% en tan solo un mes, que, sin embargo, no altera el hecho de que se siga estando muy lejos de los 1,6 millones de viviendas iniciadas que podrían considerarse normales.

Se reactiva la creación de empleo pero el paro sigue en el 9,1%.

El mercado inmobiliario muestra una tímida mejora gracias a la vivienda multifamiliar.

ESTADOS UNIDOS: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2009	2010	2011			
			IV	I	II	III
PIB real	-3,5	3,0	3,1	2,2	1,6	1,6
Ventas al por menor	-7,0	6,4	7,7	8,2	7,8	8,0
Confianza del consumidor (1)	45,2	54,5	57,0	66,9	61,8	49,9
Producción industrial	-11,2	5,3	6,2	5,4	3,7	3,3
Índice actividad manufacturera (ISM) (1)	46,3	57,3	57,9	61,1	56,4	51,0
Viviendas iniciadas	-38,4	5,6	-5,1	-5,3	-4,9	5,2
Tasa de paro (2)	9,3	9,6	9,6	8,9	9,1	9,1
Precios de consumo	-0,4	1,6	1,3	2,1	3,4	3,8
Balanza comercial (3)	-381,3	-500,0	-500,0	-520,4	-534,8	...
Tipo de interés interbancario 3 meses (1)	0,7	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Tipo de cambio efectivo nominal (4)	77,7	75,4	73,0	71,9	69,6	69,1

NOTAS: (1) Valor.

(2) Porcentaje sobre población activa.

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

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

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

El repunte exportador y el petróleo más barato reducen el déficit comercial.

En el ámbito del sector exterior el abarataamiento del petróleo se dejó sentir más que en los precios de consumo. La disminución de la factura importadora que supuso la relajación del precio del crudo y sus derivados, que son responsables de un 57,1% del total del déficit comercial, sumada al repunte de las exportaciones de julio, que en su mayor parte se mantuvo en agosto, hicieron que el déficit comercial de bienes y servicios combinado de julio-agosto fuera de 91.233 millones de dólares, un 10,3% por debajo del correspondiente al periodo mayo-junio. En donde siguen sin verse atisbos de mejora es en la relación bilateral con China, que explica la práctica totalidad del desequilibrio exterior estadounidense si se excluye el petróleo, un desequilibrio que hace que se siga presionando a la potencia asiática para que acelere el ritmo de apreciación de su divisa. Con todo, la contribución que pueda tener el sector exterior al crecimiento debería ser limitada a causa de la ralentización del crecimiento global. En

este sentido, la fracción del total que representan las exportaciones estadounidenses a Asia Oriental que, hoy por hoy, es la región con mayor crecimiento, es del 22,8% y evoluciona a la baja.

Japón: una recuperación que tiene sus lastres

La economía japonesa, cuyo PIB retrocedió un -0,5% en el segundo trimestre, espera un tercer trimestre expansivo que debería confirmar la recuperación del tejido industrial después del terremoto y el *tsunami* de marzo. Un vigor que no evitaría que, para el conjunto de 2011, la economía nipona presente un retroceso que debería rondar el 0,5% pero que, para 2012, podría catapultar el crecimiento hasta el 2,7%. El vigor mostrado en la reparación de la catástrofe no debe hacer olvidar, empero, las debilidades de una economía que tiene una deuda pública que, en términos brutos, supera el 230%

Japón puede retroceder un mínimo 0,5% en 2011 a la espera de un vigoroso 2012.

JAPÓN: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2009	2010	2010		2011		Julio	Agosto	Septiembre
			III	IV	I	II			
PIB real	-6,3	4,0	4,8	2,5	-0,7	-1,1	-	...	-
Ventas al por menor	-2,3	2,5	3,2	-0,4	-3,0	-1,7	0,6	-2,6	...
Producción industrial	-21,8	16,6	13,3	6,8	-2,5	-7,0	-1,7	-1,0	...
Índice de actividad empresarial (Tankan) (1)	-40,8	0,0	8,0	5,0	6,0	-9,0	-	2,0	-
Viviendas iniciadas	-27,7	2,7	13,7	6,8	3,2	4,3	21,1	14,0	...
Tasa de paro (2)	5,0	5,1	5,0	5,0	4,7	4,6	4,7	4,3	...
Precios de consumo	-1,3	-0,7	-1,0	-0,3	-0,5	-0,4	0,2	0,2	...
Balanza comercial (3)	4,0	7,9	8,1	7,9	6,5	3,4	2,5	1,8	...
Tipo interbancario 3 meses (4)	0,58	0,39	0,37	0,34	0,34	0,34	0,3	0,3	0,3
Tipo de cambio efectivo nominal (5)	98,6	106,0	109,1	111,0	110,6	109,3	112,6	115,8	118,3

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.

del PIB, una excesiva dependencia del sector exterior que, en un entorno de ralentización global, supone un lastre, y que sigue sin conjurar el fantasma de la deflación que, en gran parte, obedece a una debilidad crónica de la demanda interna.

En este sentido, los efectos inflacionistas del *tsunami* han sido muy limitados, lo que sugiere que, si bien no se está acabando con la deflación, sí que se han sabido solucionar muchos de los cuellos de botella que el *tsunami* y la crisis nuclear ocasionaron en las cadenas de suministros. Así, el IPC de agosto subió un magro 0,2% interanual, ayudado por una presión alcista del petróleo que debería amainar en los próximos meses. Sin este factor, el IPC subyacente, el general sin alimentos y energía, lleva tres meses estancado y en agosto acumuló un retroceso del 0,4% respecto al mismo periodo del año anterior. Asimismo, el deflactor del PIB sigue marcando una tendencia deflacionista más intensa que los índices de precios al consumo.

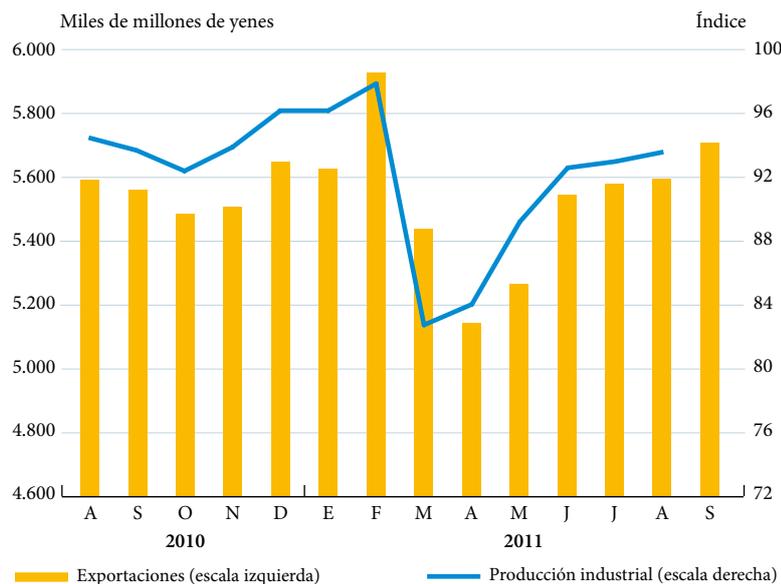
El músculo de la economía japonesa sigue teniendo un fiel reflejo en la producción industrial, que en agosto siguió avanzando por la senda alcista y ya acumula una recuperación del 71,7% de lo perdido tras el *tsunami*, una reparación que, si cabe, es más clara en la producción industrial de bienes de consumo, que superan ya los niveles previos a la tragedia de marzo. También en la misma línea, los pedidos de maquinaria, que son un indicador adelantado del gasto de inversión, presentaron avances en agosto. Asimismo, el índice de sentimiento empresarial Tankan del banco central de Japón para grandes empresas manufactureras también mostró mejoras notables en el tercer trimestre.

Por su parte, los indicadores de demanda interna también siguen confirmando la recuperación, aunque con una menor intensidad. Las ventas de automóviles de septiembre presentaron un avance interanual que, aunque mínimo, es el primero desde agosto de 2010. Sumándose al carro,

Continúa la recuperación de la industria seguida, con más parsimonia, por la demanda interna.

JAPÓN: LA RECUPERACIÓN AGUANTA

Exportaciones mensuales de Japón y producción industrial



FUENTES: Ministerio de Comunicaciones de Japón y elaboración propia.

Las exportaciones deberían contribuir significativamente al crecimiento de la segunda mitad de año.

las ventas minoristas de agosto mostraron tímidos avances al igual que la confianza del consumidor del tercer trimestre que, pese a las ganancias, sigue en niveles muy bajos respecto a su media histórica.

En el sector inmobiliario, el despertar de la construcción continuó en agosto, con una iniciación de viviendas que sumó su segundo mes de avances robustos. También se incrementó el número de inmuebles vendidos en el área de Tokio en septiembre. Los precios, empero, siguieron a la baja, sin participar de esta mayor actividad del sector.

Por su parte, el sector exterior siguió en su línea de mejoras graduales. El déficit comercial de septiembre se redujo prácticamente a la nada, según las estadísticas de aduanas, gracias al avance de las exportaciones. La contribución positiva del sector exterior al crecimiento del tercer trimestre debería ser significativa ya que se parte del nivel excepcionalmente

bajo del segundo trimestre a resultados del parón exportador provocado por el *tsunami*.

China: a la búsqueda del aterrizaje suave

La economía china creció un 9,1% en el tercer trimestre, un ritmo relativamente robusto que, si bien es el más lento de los últimos dos años, apunta a un aterrizaje suave del gigante asiático. Las razones de la ralentización hay que buscarlas en una recuperación lenta del sector exterior, que pierde protagonismo en el crecimiento a causa de una menor demanda de la economía global, y en una ralentización de la inversión.

Los riesgos de que el crecimiento caiga mucho más son, empero, limitados. En primer lugar, China tiene un alto potencial para incrementar su demanda interna. Si la tenencia de teléfonos móviles, televisio-

China crece un 9,1% y mantiene la expectativa de un aterrizaje suave.

CHINA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2009	2010	2010		2011	
			IV	I	II	III
PIB real	9,2	10,4	9,8	9,7	9,5	9,1
Producción industrial	12,5	14,5	13,3	14,5	13,9	13,8
Producción eléctrica	6,8	14,0	6,2	12,1	12,0	10,8
Precios de consumo	-0,7	3,3	4,7	5,1	5,7	6,3
Balanza comercial (*)	196,4	185,1	185,1	169,4	174,8	172,9
Tipo interbancario 3 meses (**)	5,31	5,31	5,81	6,06	6,31	6,56
Renminbi por dólar	6,8	6,8	6,7	6,6	6,5	6,5

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

(**) Porcentaje a final de periodo.

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

res o electrodomésticos ya se aproxima a niveles normales en las zonas urbanas, en bienes como los automóviles queda todavía mucho camino por recorrer. Por el lado de la inversión, los factores de ralentización podrían ser limitados. La desaceleración de la inversión del tercer trimestre se centra en infraestructuras y en construcción. Las primeras, muy afectadas por el parón impuesto en la construcción de ferrocarriles de alta velocidad por razones de seguridad, después del accidente de tren de Wenzhou del pasado mes de julio. En el caso de la construcción, si bien los precios de la vivienda crecen con cuentagotas y las restricciones de crédito para atajar la inflación han dejado a muchas constructoras con problemas de balance, el contingente de más de 300 millones de personas de la China rural dispuestas a pasar a las áreas urbanas supone una reserva de demanda para el sector de la vivienda. Los últimos indicadores de actividad también muestran este aguante del crecimiento, con una producción industrial que en septiembre avanzó un 13,8% interanual, y unas importaciones de cobre, que indican el tono de la actividad industrial y manufacturera, que remontaron después de ir unos meses a la baja.

Esta desaceleración del crecimiento está suponiendo, empero, una relajación de la restricción monetaria que buscaba contener la inflación que, hoy por hoy, es el mayor riesgo de la coyuntura china. Si bien el IPC de septiembre subió un 6,1% interanual, cuando en julio se había llegado al 6,5%, la moderación de la inflación está todavía lejos de ser una realidad. Así, el IPC de alimentos, que en China pesa el 50% del total y tiene una considerable importancia social, siguió subiendo al elevado ritmo del 13,4%.

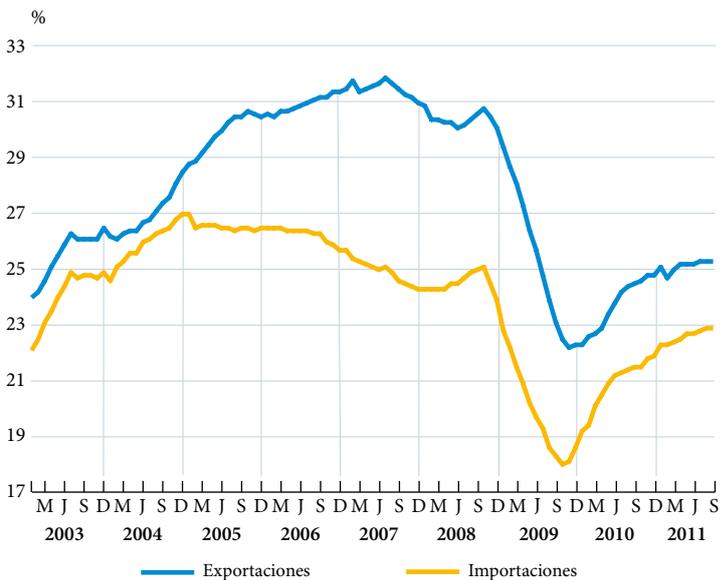
El aumento de precios también tiene su vertiente en los costes laborales, que a medio plazo erosionarán la ventaja competitiva de la mano de obra barata y obligarán a China a reorientar su economía hacia un mayor consumo doméstico y otro tipo de productos más sofisticados. En este sentido, la recuperación del sector exterior de China después de la crisis del comercio de 2009 ha sido bastante más lenta de lo que cabría esperar. La ralentización de las exportaciones redujo el superávit comercial de septiembre hasta los 14.514 millones de dólares, una cifra que no va mucho más allá de la mitad del saldo mensual promedio de 2008. El hecho es

El IPC se ralentiza hasta el 6,1% pero la inflación de alimentos sigue en un alto 13,4%.

El superávit comercial se reduce a causa de un retroceso de las exportaciones.

CHINA: LAS EXPORTACIONES YA NO SON LO QUE ERAN

Peso de las exportaciones e importaciones de los 12 últimos meses con relación al PIB



FUENTES: Oficina Nacional de Estadísticas China, Economist Intelligence Unit y elaboración propia.

Se asienta la tendencia de desaceleración de la economía brasileña.

que la contribución del sector exterior al crecimiento viene siendo prácticamente nula. Asimismo, las exportaciones, que en 2007 habían llegado a representar el 31,9% del conjunto de la economía, son ahora el 25,3%, un declive mucho más acusado que en el caso de las importaciones, que en el mismo lapso de tiempo han pasado del 25,1% al 22,9%.

Brasil: prioridad al crecimiento

Si en septiembre, con la inflación sobrepasando el 7,2%, el Banco Central de Brasil sorprendió con una rebaja del tipo de interés, a pocos extrañó en octubre cuando volvió a recortar la tasa oficial de descuento otros cincuenta puntos básicos, hasta dejarla en el 11,5%. Ciertamente, la ralentización de la recuperación global está acentuando la tendencia de desaceleración de la economía brasileña, validando en cierto modo el repentino cambio de rumbo de la política monetaria. Sin

embargo, no es menos cierto que la alta tasa de inflación debería haber invitado a un tanto más de cautela, en especial cuando no hay garantías de que el flanco fiscal compense el tono expansivo del monetario.

El avance de los precios empieza a perder fuelle pero mucho menos de lo que se preveía. En septiembre, escaló hasta el 7,3%, una cifra que despierta dudas acerca de la capacidad real de las autoridades brasileñas de retornar la inflación al rango objetivo antes de que cierre el año, en especial, en un entorno de reducción de tipos y moderación del real. Aunque no hay duda de que harán todo lo posible para aplacar viejos espectros –y así lo evidencia el reciente recorte, en un 16%, del impuesto sobre las importaciones y ventas mayoristas de gasolina, en otra maniobra para poner cerco a los precios–, si el *gap* entre la inflación y su meta se prolonga en exceso, la priorización del crecimiento puede acabar minando la credibilidad del Banco Central, empujan-

El Banco Central de Brasil prioriza el crecimiento y vuelve a bajar tipos a pesar de que la inflación sigue alejándose del rango objetivo.

BRASIL: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2009	2010	2010				2011		
			III	IV	I	II	Julio	Agosto	Septiembre
PIB real	-0,7	7,5	6,8	5,0	4,1	3,1	-	...	-
Producción industrial	-7,3	10,5	8,1	3,6	2,6	0,6	1,0	1,0	-1,6
Confianza del consumidor (*)	138,3	159,7	161,4	159,9	161,8	155,4	152,9	152,7	154,1
Tasa de paro (**)	8,1	6,7	6,6	5,7	6,3	6,3	6,0	6,0	6,0
Precios de consumo	4,9	5,0	4,6	5,6	6,1	6,6	6,9	7,2	7,3
Balanza comercial (***)	25,3	20,2	16,8	20,2	22,5	25,3	27,1	28,6	30,6
Tipo de interés SELIC (%)	9,92	10,00	10,75	10,75	11,75	12,25	12,50	12,50	12,00
Reales por dólar (*)	2,32	1,78	1,69	1,66	1,63	1,56	1,55	1,59	1,88

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.

do al alza las expectativas y dificultando aún más la moderación de precios.

Con todo, en los próximos meses, tanto los efectos de base como el menor ritmo de actividad deberían jugar a favor. Aunque el sentimiento económico de los brasileños, alentado por el buen tono del mercado laboral, sigue boyante, los últimos indicadores coyunturales sugieren que la tendencia de desaceleración de la primera mitad del año se habría acentuado en el tercer trimestre, pudiéndose mantener en el cuarto. En septiembre, la producción industrial retrocedió un 2% respecto a agosto mientras que las ventas minoristas sorprendieron en negativo al retroceder un 0,4% en agosto, también respecto al mes anterior. Por otra parte, los datos de septiembre desvelaron una fuerte caída tanto de la producción como de las ventas de automóviles.

A pesar de todo, nuestro escenario central sigue contemplando un suave aterrizaje de la economía brasileña y, de cara a finales de 2011, los nuevos estímulos podrían, incluso, espolear un cierto repunte de la actividad. Los riesgos ante dicho escenario

son simétricos. Por un lado, las presiones inflacionistas podrían mantenerse más altas de lo esperado, lo que demostraría que la relajación de la política monetaria habría sido prematura. Por el contrario, la desaceleración podría agravarse si el entorno externo y los precios de las materias primas se moderan más de lo previsto. En este caso, la economía brasileña podría necesitar nuevos estímulos, más allá de la retomada senda de reducción de tipos.

México: pendientes del exterior

Las turbulencias en los mercados financieros y la ralentización del crecimiento en las grandes economías avanzadas, y en especial Estados Unidos, han hecho mella en la buena marcha de la economía mexicana. La moderación de la actividad al norte de Río Grande explica en gran medida la expectativa de una fase de menor crecimiento en México durante lo que queda de 2011 y también 2012. En su comunicado de octubre, el banco central recaló en dicha expectativa para avanzar, por sorpresa, la posibilidad de un recorte del tipo de interés en diciembre, si la situa-

La ralentización global y las turbulencias financieras atenúan el ritmo de crecimiento y el peso mexicanos.

MÉXICO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2009	2010	2010		2011				
			III	IV	I	II	Julio	Agosto	Septiembre
PIB real	-6,2	5,4	5,1	4,2	4,4	3,6	-	...	-
Producción industrial	-7,3	6,0	6,5	4,7	4,9	3,8	3,9	1,8	...
Confianza del consumidor (*)	80,5	86,3	89,2	89,6	92,1	90,7	95,5	93,4	92,4
Índice avanzado de actividad (*)	110,5	116,6	117,2	118,0	119,9	120,7	121,9	121,4	...
Tasa de paro (**)	5,5	5,4	5,6	5,3	5,1	5,2	5,6	5,8	5,7
Precios de consumo	5,0	3,9	3,7	4,2	3,5	3,3	3,5	3,4	3,1
Balanza comercial (***)	-4,7	-3,0	-2,0	-3,0	-1,5	0,0	-0,1	-0,2	-1,5
Tipo de interés oficial de Banxico (%)	6,75	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50
Pesos mexicanos por dólar (*)	14,18	12,33	12,60	12,35	11,90	11,72	11,73	12,35	13,78

NOTAS: (*) Valor.

(**) Porcentaje sobre población activa.

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

FUENTES: Banco de México y elaboración propia.

Banxico sorprende al avanzar la posibilidad de un recorte de tipos antes de fin de año.

ción económica lo requiere y la evolución del tipo de cambio lo permite.

Con todo, la progresiva recuperación de la demanda interna ha dado un nuevo fondo de fortaleza a la economía mexicana que compensa en cierta medida el debilitamiento de la exportación. Asimismo, y a diferencia de algunos de sus vecinos en América Latina, México cuenta con soportes adicionales que le permiten capear con mayor comodidad la volatilidad externa de los últimos meses. Para empezar, el compromiso con la ortodoxia monetaria y fiscal le ha permitido mantener, esta vez sí, la estabilidad macroeconómica durante la recesión y, además, dispone aún de cierto margen para introducir políticas anticíclicas si fuera necesario. Asimismo, su exposición al principal foco actual de volatilidad externo, la eurozona, es limitada, puesto que el destino principal de su exportación es Estados Unidos. Por otra parte, su sector bancario también

aporta solidez, puesto que es solvente y tiene una posición cómoda de liquidez.

Ciertamente, los indicadores disponibles revelan que la banca mexicana es mucho más robusta que la media en América Latina, gracias a una posición macroeconómica relativamente sólida y a un sistema regulatorio que incurrió en notables mejoras tras la recurrencia de crisis financieras años atrás. La tasa de mora se ha reducido en más de un 30% respecto a mediados de 2009 y el nivel de provisiones frente a dicha morosidad es del 180%. Dicha solidez le ha permitido aumentar gradualmente el crédito (con un crecimiento del 14% interanual en julio), aunque todavía no se ha alcanzado el ritmo anterior a la crisis. Todo apunta a que dicha tendencia se mantendrá, puesto que el crédito al sector privado sigue siendo muy inferior al nivel medio de la región (25% del PIB, respecto al 44% del PIB en América Latina).

Mercados frontera: ¿los emergentes del futuro?

El término «mercados frontera» lo introdujo el economista Farida Khambata en 1992 para construir un índice financiero de pequeñas economías que todavía no disponían de las características que presentaban las economías emergentes pero sí del potencial para evolucionar hacia ese estadio económico. Dicho índice fue comprado en 1999 por Standard & Poor's (S&P), entidad que lanzó diferentes índices basándose en el concepto de economía frontera. Desde entonces, otros productos similares han aparecido en el mercado y la categoría se ha popularizado entre los gestores financieros. Aunque los criterios para incluir un país en dichos índices varían, los que hace explícitos S&P pueden considerarse como representativos de este tipo de productos. Así, S&P establece que para elegir una economía como integrante del índice se combinará una primera criba cuantitativa y después un elemento de valoración cualitativo. O, como el propio S&P afirma: la clasificación de países (en diferentes categorías de índices, esto es, frontera, emergente o desarrollado) es a un tiempo arte y ciencia.

Dada la ausencia de información sobre la parte artística (o cualitativa) del proceso, nos remitimos a la parte científica-cuantitativa. De acuerdo con S&P, un país puede ser considerado como potencial economía frontera si cumple dos de los siguientes tres criterios: *a)* la capitalización total del mercado de valores nacional supera los 2.500 millones de dólares; *b)* el volumen de transacciones bursátiles es mayor de 1.000 millones de dólares, y *c)* la capitalización bursátil en porcentaje del PIB nominal es superior al 5%. En definitiva, lo que S&P está buscando es una cierta profundidad del mercado de capitales. Se trata de evitar en lo posible quedar atrapado en situaciones de poca liquidez en países que tienen un nivel de riesgo, económico y político, elevado.

Una vez se aplica el arte y la ciencia de S&P, su índice de referencia, el S&P Frontier BMI, lo componen (en septiembre de 2011) 36 economías, entre ellas Argentina, Bangladés, Nigeria o Ucrania, por citar un ejemplo de cada uno de los continentes representados (véase el mapa siguiente). Estas deberían ser, desde el punto de vista conceptual, algunos de los futuros emergentes. Sin embargo, la historia nos puede desdecir de esta conclusión. Si analizamos la evolución del índice desde 1995 vemos que únicamente un país ha pasado de frontera a emergente, Colombia (precisamente en 2011). Sorprende que en 16 años que han visto un profundo cambio en la economía global, con la eclosión de potencias emergentes como China, India o Brasil, o la finalización del proceso de transición de las economías planificadas a economías de mercado en Europa del Este y Rusia iniciado en 1989, solo Colombia haya accedido a la categoría de emergente.

El problema esencial es que los índices financieros de economías fronteras, como el de S&P mencionado, son excelentes instrumentos de inversión, seguramente imprescindibles para la construcción de carteras globales, pero no tanto buenos predictores de crecimiento económico futuro. Para ello debemos volcar nuestra atención en otra dirección, la de la teoría económica del crecimiento.

Vasta como es, la literatura que los economistas han dedicado a los determinantes del crecimiento a largo plazo puede sintetizarse en unos pocos ejes fundamentales que los países tienen que consolidar a fin de avanzar en el desarrollo económico. En términos generales, existe un consenso apreciable en que las condiciones para el crecimiento económico fundamentales afectan a cinco ámbitos diferentes: la estabilidad macroeconómica (evitando los desequilibrios excesivos, en especial la muy perniciosa hiperinflación), las condiciones macroeconómicas (entre ellas el grado de apertura comercial de la economía o la tasa de inversión), el capital humano, la capacitación tecnológica y las condiciones políticas e institucionales (incluyendo aspectos regulatorios, desarrollo del Estado de derecho...).

LAS ECONOMÍAS FRONTERA



1. Argentina	7. Chipre	13. Eslovenia	19. Kenia	25. Namibia	31. Sri Lanka
2. Bahreín	8. Costa de Marfil	14. Estonia	20. Kuwait	26. Nigeria	32. Trinidad y Tobago
3. Bangladés	9. Croacia	15. Ghana	21. Letonia	27. Omán	33. Túnez
4. Botsuana	10. Ecuador	16. Jamaica	22. Líbano	28. Panamá	34. Ucrania
5. Bulgaria	11. Emiratos Árabes Unidos	17. Jordania	23. Lituania	29. Pakistán	35. Vietnam
6. Catar	12. Eslovaquia	18. Kazajistán	24. Mauricio	30. Rumania	36. Zambia

NOTA: Economías frontera que componen el índice S&P Frontier BMI.

FUENTES: Standard & Poor's y elaboración propia.

En principio, y salvo trágicos accidentes no menospreciables (como nos recuerda el análisis proporcionado en el recuadro «Los que no van a emerger» de este mismo Informe Mensual), un país debería transitar hacia fases de mayor prosperidad relativa cuanto mejor sea su situación en los dominios acabados de citar. Una aproximación útil, por lo que tiene de sintética, es la que realiza Goldman Sachs anualmente en lo que denomina Growth Environment Scores (GES) o Valoración del Entorno de Crecimiento, en español.⁽¹⁾ Goldman Sachs concreta las dimensiones anteriores mediante la selección de 13 variables, macroeconómicas y políticas. En principio, cabría esperar que los países que mejoren apreciablemente en esta medida sintética tendrán más posibilidades de acceder al siguiente grado de desarrollo, por ejemplo de economía frontera a emergente.

Entre 1997 y 2010 cuatro países accedieron al estatus de economía emergente en una de las clasificaciones más reputadas del mercado, la del semanario *The Economist*: Egipto, Marruecos, Perú y Arabia Saudí. Pues bien, y con la excepción de Egipto, las otras tres economías mejoraron ostensiblemente en el *ranking* GES entre 1997 y 2010, con Arabia Saudí ascendiendo 48 posiciones (sobre 182 países), Marruecos, 26, y Perú, 24.

(1) Véanse, por ejemplo, el primer estudio al respecto, Goldman Sachs (2005), How Solid are the BRICs, Global Economics Paper, 134, y el más reciente, Goldman Sachs (2010), Our 2010 GES: The Links Between Growth Conditions, Growth and Markets, Global Economics Paper, 206.

Pasando de la historia a las perspectivas, otros dos países que se mencionan habitualmente como firmes candidatos a ser emergentes en los próximos años son Vietnam y Kazajistán. De nuevo son países que han tendido a progresar en materia de las precondiciones básicas de la prosperidad: entre 1997 y 2010, Vietnam ha ascendido 52 puestos en la lista y Kazajistán, 26. Cabe preguntarse, con todo, si existen también «falsos positivos» en esta regla que asocia mejoras en el GES y la posibilidad de acceder de forma verosímil a la categoría de emergentes. Sí, ciertamente. No obstante, y una vez descartados los que ya se consideran actualmente avanzados o emergentes, solo quedan unos pocos países, en su mayor parte de pequeño tamaño económico (casos como los de Bulgaria, Bahréin, Lituania o Estonia entrarían en esta categoría).

En definitiva, S&P está en lo cierto: acertar a establecer cuál va a ser la próxima China o el siguiente Brasil es un ejercicio que ha de combinar el arte y la ciencia, o la intuición y la formalización. En todo caso, si se quiere apostar con cierto rigor analítico, será bueno concentrarse en aquellos países que exhiban capacidad de mejora en materia de estabilidad y condiciones macroeconómicas, capacitación tecnológica, capital humano y condiciones políticas.

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

Cambio de tendencia a la baja, excepto el petróleo

El precio del crudo evolucionó ligeramente a la baja entre el 20 de septiembre y el 20 de octubre, con un retroceso del 2,3% que lo llevó a situarse en los 108,60 dólares por barril (calidad Brent, para entregas a un mes), un 17,3% por encima del nivel a inicios de año y un 31,0% por encima del nivel de hace un año. Si bien el total del mes arroja un descenso, hay que precisar que del 4 al 20 de octubre el petróleo se apreció en un 7,2%.

El retroceso de las materias primas obedece a las expectativas de un menor crecimiento global. A la debilidad del crecimiento de las economías avanzadas se añade la suave desaceleración de China, con la previsión implícita de que el gigante asiático reducirá sus compras de materias primas.

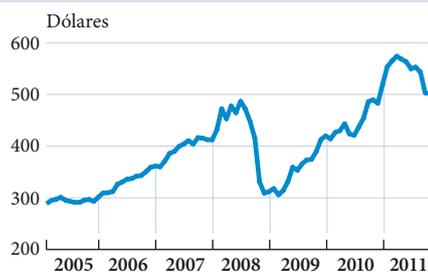
Pero los retrocesos son desiguales. Mientras que el petróleo mantiene el tipo, posiblemente ayudado por las incertidumbres del norte de África y Oriente Medio, el índice CRB de materias primas cedió un 4,4% entre el 20 de septiembre y el 20 de octubre. Los más castigados fueron los metales, más correlacionados con la marcha de China. Así, el níquel perdió un 15,2%; el aluminio, un 9,8%, donde su intensidad energética pudo disminuir las bajadas; y el cobre, especialmente afectado por unas existencias chinas mayores de lo esperado, se dejó un 18,8%. Las caídas de los metales preciosos también fueron intensas, con el paladio y el platino perdiendo un 17,0% y un 16,0%, respectivamente. Tampoco el oro se escapó de la quema, con un retroceso del 10,3%. Por el lado de los alimentos, los descensos fueron menos unánimes, con retrocesos del trigo, la cebada y el café, y una apreciación del arroz.

El petróleo baja hasta los 108,6 dólares pero se sustrae a las caídas de otras materias primas.

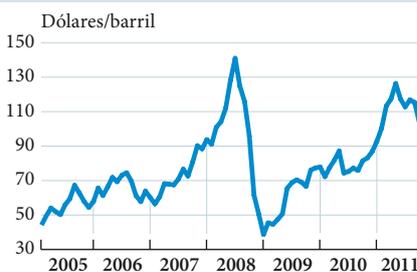
Los precios de los metales son especialmente castigados a causa de la ralentización de China.

EVOLUCIÓN DE MATERIAS PRIMAS SELECCIONADAS (*)

Índice CRB



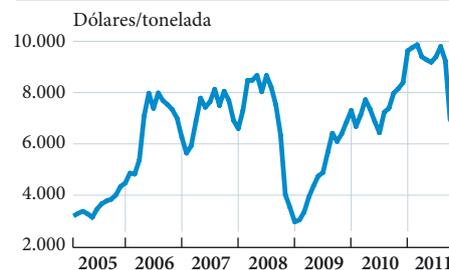
Petróleo Brent



Oro



Cobre



Níquel



Trigo



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

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

Los que no van a emerger

El proceso de globalización de las últimas décadas ha permitido que muchos países accedan a niveles de crecimiento y renta que antes hubieran sido impensables. La crisis económico-financiera global, que tan duramente ha afectado a las economías desarrolladas, apenas ha incidido en el avance del conjunto de países emergentes y en desarrollo, e incluso algunos han acelerado su ritmo de crecimiento. Pero existe otro grupo de países que no van a acceder a la categoría de emergentes en varias generaciones y cuyos niveles de pobreza y subdesarrollo van a perdurar. Se trata de países con bajo nivel de renta, carentes de los mecanismos sociales y políticos de un Estado articulado y que a menudo son víctimas de ciclos repetidos de violencia política y criminal, que agravan la miseria y la desestructuración social. Un reciente estudio del Banco Mundial⁽¹⁾ subraya que un episodio importante

(1) Banco Mundial (2011), «Informe sobre el desarrollo mundial 2011: Conflicto, seguridad y desarrollo».

de violencia, a diferencia de los desastres naturales o los ciclos económicos, puede borrar toda una generación de progreso económico. Es un problema que afecta actualmente a unos 1.500 millones de personas y que se manifiesta de múltiples formas: guerras civiles (que se van repitiendo cada cierto tiempo en los mismos países), elevados niveles de criminalidad violenta, connivencia entre políticos y delincuentes, violencia política, movimientos ideológicos internacionales que hacen causa común con descontentos locales, exigencias de cambio posiblemente frustradas. Ninguno de los Estados frágiles o fallidos de renta baja afectado por conflictos ha alcanzado ninguno de los «Objetivos de desarrollo del milenio» establecidos por la Organización de las Naciones Unidas (erradicar la pobreza extrema y el hambre, reducir la mortalidad infantil, educación primaria universal, combatir el sida, la malaria y otras enfermedades, etc.).

Una forma de identificar los Estados fallidos es utilizar el *ranking* publicado por *Foreign Policy*, que en su última edición analiza 177 países y los clasifica según 12 indicadores, como el número de refugiados o desplazados, el declive económico, la deslegitimación del Estado, la situación de los derechos humanos, el aparato de seguridad, etc. La mayor parte de Estados fallidos se concentra en el África subsahariana, ocupando la primera posición Somalia, uno de los países más pobres y peligrosos del mundo, donde no existe una autoridad política efectiva. Destaca también la mala situación de países como Chad, Sudán, Congo, Zimbabue o la República Centroafricana.

ÁFRICA, CONTINENTE FALLIDO

Países en los 25 primeros puestos del índice de Estados fallidos



- | | | | | |
|------------------------------------|-----------------------------|--------------|-------------------|---------------------|
| 1. Somalia | 6. Zimbabue | 11. Guinea | 16. Kenia | 21. Uganda |
| 2. Chad | 7. Afganistán | 12. Pakistán | 17. Burundi | 22. Corea del Norte |
| 3. Sudán | 8. República Centroafricana | 13. Yemen | 18. Birmania | 23. Timor Oriental |
| 4. República Democrática del Congo | 9. Iraq | 14. Nigeria | 19. Guinea-Bissau | 24. Camerún |
| 5. Haití | 10. Costa de Marfil | 15. Níger | 20. Etiopía | 25. Bangladés |

FUENTES: *Foreign Policy* y Fund for Peace.

La región subsahariana, muy fragmentada políticamente, apenas ha aumentado su renta per cápita en el último medio siglo. Aunque en los últimos años algunos países han crecido notablemente gracias a las materias primas, la sostenibilidad de dicho crecimiento es dudosa. En 30 años, su peso sobre el producto interior bruto mundial ha pasado del 3% a menos de la mitad. Esta evolución contrasta radicalmente con la experimentada en el sur de Asia en el mismo periodo (sin contar China), que ha doblado su peso económico mundial y ha multiplicado su cuota de exportaciones.

El nuevo desafío del continente africano se encuentra en el norte, en las denominadas revoluciones árabes que se han sucedido, con desiguales resultados, en Túnez, Egipto, Bahrein, Libia, Yemen y Siria. Otro foco de Estados fallidos se encuentra en Oriente Medio, especialmente en Afganistán, Pakistán e Iraq. Haití, asolado por las consecuencias del terremoto de principios de 2010 y por la incapacidad de dotarse de un poder político creíble, junto con Birmania, que ha sufrido una interminable guerra civil, son los Estados fallidos más destacados fuera de las zonas referidas.

¿Cómo pueden estos países encontrar la senda de desarrollo? El paso trascendental es, por supuesto, romper la espiral de conflicto o de violencia criminal. Para ello hay que vencer los factores de estrés que desencadenan dicha evolución, aunque no es fácil discriminar entre causas y efectos. Desde el punto de vista económico, los estudios al respecto apuntan como causas claras de conflicto, de entrada, a los bajos niveles de renta per cápita. El desempleo juvenil es a menudo citado como motivo para incorporarse a movimientos rebeldes o a las pandillas. La existencia de recursos naturales acentúa el riesgo de violencia y su control aporta recursos a grupos armados para adquirir armamento. La corrupción tiene un efecto letal sobre la capacidad de funcionamiento de las instituciones, estando a menudo vinculada a tráfico ilícito, a lavado de dinero o a extracción de rentas procedentes de la venta de recursos nacionales o contratos y concesiones internacionales. Otros factores de naturaleza menos económica pueden agravar e intensificar estos riesgos, como la exclusión política y la desigualdad que afecta a grupos regionales, religiosos o étnicos, que están asociadas a mayores riesgos de guerra civil. O también factores externos, como el cambio climático o la mayor competencia por las materias primas.

En la eventualidad de conseguir poner fin al conflicto o a la situación de violencia, cabe preguntarse si entonces ya se abre la esperanza de encarrilar la vía del desarrollo. Las experiencias bélicas europeas podrían llevar a pensar que tras finalizar la guerra (por victoria, derrota o acuerdo) se entra en un periodo de reconstrucción que genera un rápido crecimiento y recuperación. Lamentablemente, la experiencia de las últimas décadas en la mayor parte de zonas conflictivas no encaja en este modelo. Por el contrario, muchos países y zonas subnacionales sufren ciclos de violencia repetida, problemas de gobierno e inestabilidad. A menudo sucede que tras la finalización del conflicto se convocan elecciones a las que concurren las facciones que han estado luchando entre sí (nadie más tiene los recursos necesarios), en las que el grupo ganador copia las instituciones y desnaturaliza su función, lo que provoca la reorganización de una oposición que se ve legitimada para actuar de forma violenta, de manera que el ciclo se reanuda.

Es por este motivo por lo que para romper esta dinámica es necesario fortalecer las instituciones. Pero esta transformación requiere tiempo y no es fácil. El Banco Mundial apunta a la necesidad de proporcionar seguridad ciudadana, justicia y empleos como única vía de garantizar progresos duraderos del desarrollo social y económico. Además, por supuesto, de facilitar la creación de infraestructuras, especialmente vías de comunicación y cobertura de la red eléctrica. Sin estas condiciones no puede esperarse la aparición de la iniciativa privada y de la inversión empresarial, fundamento del futuro desarrollo económico. La ayuda exterior es relevante desde el punto de vista humanitario y de estabilización social, pero no parece tener ninguna relación estadística significativa en términos de los resultados económicos del posconflicto. En definitiva, salir de la espiral de Estado fallido requiere, además de acabar con el círculo vicioso del conflicto, lograr una gestión pública de calidad y un fortalecimiento institucional

que la experiencia enseña que no se puede lograr en menos de 15 años. Algunos lo logran: Bosnia y Herzegovina, Chile, Colombia, Ghana, Indonesia, Irlanda del Norte, Mozambique o Sudáfrica han conseguido evitar la escalada de la violencia, aunque siguen teniendo riesgos y desafíos.

El mundo seguirá girando pese a los costes que sobre el sistema económico desarrollado y emergente impone la existencia de Estados fallidos (piratería en el Cuerno de África y el Índico, violencia constante en Oriente Medio, tráfico de drogas en el continente americano, inestabilidad en el norte de África, etc.), pero no podemos olvidar que todavía la cuarta parte de la humanidad carece de esperanza de un futuro económico mejor.

*Este recuadro ha sido elaborado por Joan Elias
Área de Estudios y Análisis Económico, "la Caixa"*

UNIÓN EUROPEA

La eurozona aprueba un plan integral para hacer frente a la crisis de deuda soberana.

La eurozona aprueba un plan integral anticrisis

En los últimos 21 meses se han producido trece cumbres europeas en las que, de una forma u otra, la gestión de la crisis de deuda soberana ha estado en el orden del día. Pero en la última, celebrada los días 22 y 23 de octubre, se dio un paso significativo para su resolución. Finalmente, los líderes europeos decidieron buscar una solución a los aspectos que mantenían una creciente incógnita sobre la sostenibilidad de la deuda pública de los llamados países periféricos.

El primer punto del orden del día fue la aprobación de un nuevo plan de rescate a Grecia. Tras el informe favorable de la troika, el eurogrupo dio el visto bueno al desembolso del octavo tramo de ayuda a Grecia. Además, se definieron las condiciones del nuevo plan de rescate y, especialmente, la quita sobre la deuda pública a la que, voluntariamente, podrá acceder el sector privado. En principio, esta tenía que ser del 21%, pero se ha incrementado hasta el 50%, tras el importante deterioro de la economía helena en los últimos meses.

El segundo punto en el orden del día fue la recapitalización del sector bancario europeo. A pesar de que la banca del viejo continente superó con nota los test de estrés realizados en la primavera, se requirió al sector un endurecimiento de las ratios de capital. Aunque la incertidumbre sobre la solvencia de la banca está en la sostenibilidad de la deuda pública, se argumenta que ello es imprescindible para disipar la in-

certidumbre que rodea al sector y, así, reabrir los mercados de financiación mayorista. Lo cierto es que, de momento, lo que esta situación está generando es un endurecimiento de las condiciones crediticias. Un hecho que, de mantenerse, podría acabar debilitando el proceso de recuperación económica.

En el tercer punto del orden del día, se encontró la flexibilización del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera. Su capacidad crediticia, actualmente en los 440.000 millones de euros, es insuficiente para poder financiar los programas de rescate de Grecia, Irlanda, Portugal, ayudar a recapitalizar la banca europea y convencer a los inversores de que, si es necesario, garantizará la capacidad de financiación de otros países en el punto de mira como Bélgica, Italia o España. Por ello, los ministros de Economía y Finanzas del eurogrupo están estudiando distintas fórmulas que permitan aumentar su capacidad de actuación, sin que este pierda la máxima capacidad crediticia y sin que los dos principales países de la eurozona, Francia y Alemania, tengan que poner garantías adicionales. Un ejercicio nada fácil, pero al que parece que se están dedicando todos los esfuerzos.

Finalmente, y no menos importante, fue el debate sobre la mejor forma para avanzar en el proceso de integración económica y fiscal. Un elemento que en repetidas ocasiones, la canciller alemana A. Merkel y el presidente de Francia N. Sarkozy han señalado que debe ir en paralelo a las distintas medidas de urgencia que se van tomando.

Se aumenta la quita a la deuda pública helena.

Otros temas fundamentales son la recapitalización bancaria y la flexibilización del Fondo Europeo de Estabilización Financiera.

LA CONFIANZA DE LOS CONSUMIDORES SE REDUCE

Indicador de confianza de los consumidores



NOTA: (*) Media aritmética de las respuestas de los encuestados.
FUENTE: Comisión Europea.

Los líderes de la zona del euro, por lo tanto, aprovecharon esta oportunidad para dar un importante giro a la crisis de deuda soberana. Todavía faltan muchos detalles sobre las medidas anunciadas, pero es ya una buena señal que hayan decidido abordar estos temas.

La concreción en los próximos meses es imprescindible para frenar el debilitamiento de la actividad económica. En general, todos los indicadores, ya sean de oferta como de demanda, han iniciado una marcada tendencia bajista recientemente. Ello se debe, fundamentalmente, a la incertidumbre que ha generado hasta la fecha la ausencia de medidas creíbles para terminar con la crisis de deuda soberana.

Desde el lado de la demanda, por ejemplo, sorprende la celeridad con la que la confianza del consumidor se está deteriorando. Como se puede observar en el gráfico anterior, tras mantenerse estable durante un año en niveles similares al promedio histórico, esta empezó a descender rápida-

mente en julio de este año y de momento no parece que haya encontrado un suelo. Los datos de ventas minoristas tampoco son nada halagüeños y, con un retroceso intermensual del 0,3% en el mes de agosto, confirman una tendencia claramente bajista.

Esta mala noticia parece que podría compensarse con el sólido comportamiento de la producción industrial del mes de agosto, que presentó un crecimiento del 5,3% interanual. Aunque varios indicadores adelantados sugieren que la actividad económica se deteriorará. En primer lugar, el índice PMI de gerentes de compra ha descendido por debajo del nivel de 50 puntos, nivel que indica contracción en general. Por otra parte, los resultados de las encuestas de confianza empresarial también son negativos, como puede observarse en el siguiente gráfico.

En parte, ello es debido a la desaceleración sincronizada del crecimiento de los países a los que se dirigen las exportaciones europeas. Adicionalmente, la mayor dificultad

El deterioro de las expectativas económicas reduce la confianza de los consumidores.

Los indicadores empresariales sugieren un menor dinamismo en los próximos meses...

...en parte debido a la desaceleración económica mundial y a la dificultad para obtener financiación por parte de las empresas.

La inercia de la traslación de precios energéticos a bienes finales y cambios metodológicos en el cálculo incrementan la inflación en la eurozona.

para obtener financiación por parte de las empresas, también ha perjudicado la confianza de los empresarios.

Y a la endeblez de los cimientos de la casa europea se le añade las goteras de la inflación. El índice de precios al consumo (IPC) armonizado del mes de septiembre se situó en el 3,0%, medio punto por encima del registro del mes de agosto. El desglose ha permitido conocer que los epígrafes más inflacionistas han sido los carburantes y combustibles, la electricidad y el tabaco.

Dos factores deben destacarse sobre este dato. En primer lugar, un elemento que afecta a todos los países es la inercia de traslación de los precios energéticos a bienes finales. Así pues, los precios de la energía subieron un 12,4% anual en septiembre, frente al 11,8% del mismo periodo del año anterior. El segundo factor es Italia, cuya inflación armonizada en septiembre subió desde el 2,3% al 3,6%. Dos factores, aparte del mencionado, ayudan a explicar este incremento: la subida del

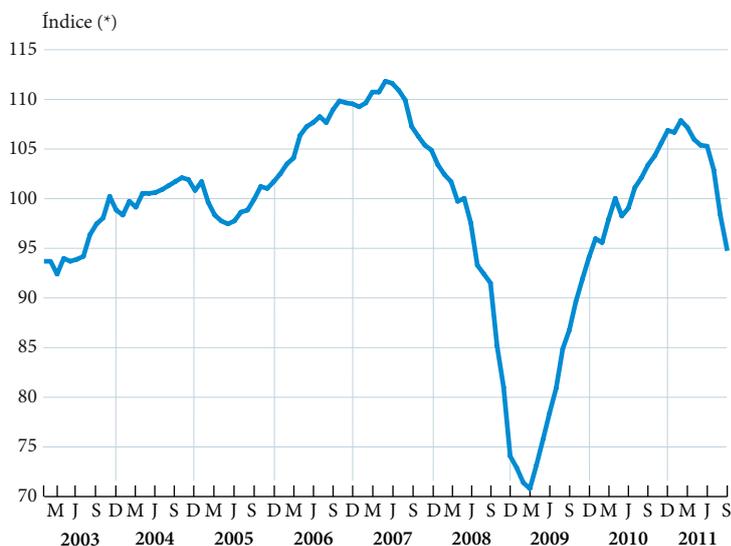
impuesto del valor añadido del 20% al 21% y el cambio metodológico introducido por Eurostat y que varios países, entre ellos Italia, han aplicado desde enero de 2011 en la estimación de la inflación de los bienes estacionales. La incorporación de nuevos países con la nueva metodología de cálculo está creando más volatilidad en el IPCA.

A pesar de este repunte, en los próximos meses la debilidad de la actividad económica y la neutralización del efecto estacional en el mes de septiembre apoyan la idea de que la inflación debería ir cediendo.

Resumiendo, los indicadores avanzados de coyuntura económica sugieren que se mantendrá el tono de debilidad de la actividad económica durante el cuarto trimestre. La prudencia de consumidores y empresarios, los malos datos del mercado laboral y un sector exterior desacelerándose invitan a pensar que el crecimiento a finales de este año será positivo pero muy modesto.

LA CONFIANZA EMPRESARIAL SE DETERIORA

Indicador de sentimiento económico



NOTA: (*) Media aritmética de las respuestas de los encuestados.
FUENTE: Comisión Europea.

ZONA DEL EURO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2009	2010	2010		2011				
			III	IV	I	II	Julio	Agosto	Septiembre
PIB	-4,2	1,7	2,1	1,9	2,4	1,6	-	...	-
Ventas al por menor	-2,5	0,8	1,5	0,6	0,1	-0,5	-0,4	-1,0	...
Confianza del consumidor (1)	-24,8	-14,0	-12,1	-10,4	-10,6	-10,4	-11,2	-16,5	-19,1
Producción industrial	-14,7	7,5	7,1	8,1	6,5	4,2	4,4	5,3	...
Sentimiento económico (1)	80,7	100,9	102,3	105,7	107,4	105,7	103,0	98,4	95,0
Tasa de paro (2)	9,5	10,1	10,1	10,1	10,0	10,0	10,0	10,0	...
Precios de consumo	0,3	1,6	1,7	2,0	2,5	2,8	2,5	2,5	3,0
Balanza comercial (3)	10,7	4,6	8,2	4,6	-10,2	-16,5	-20,4	-18,7	...
Tipo de interés euríbor 3 meses	1,2	0,8	0,9	1,0	1,1	1,4	1,6	1,6	1,5
Tipo de cambio efectivo nominal del euro (4)	111,7	104,7	102,3	104,4	103,7	106,4	105,2	104,9	103,8

NOTAS: (1) Valor.

(2) Porcentaje sobre población activa.

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

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

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

Las perspectivas de crecimiento de la economía alemana se moderan

Después del frenazo en el segundo trimestre, la actividad económica mostró una cierta reanimación en el verano. No obstante, los indicadores avanzados han continuado empeorando en los últimos meses, reflejando la desaceleración de la economía global, a la cual no puede sustraerse el segundo país exportador del mundo.

En el tercer trimestre, el consumo, apoyado por la creación de ocupación y el aumento del poder adquisitivo de los salarios, mostró un tono moderado. En septiembre, las ventas minoristas reales sin automóviles crecieron el 0,3% en relación con el mismo mes del año anterior. Por su parte, las matriculaciones de turismos se elevaron el 11,6% en el tercer trimestre en términos interanuales. No obstante, la confianza del consumidor siguió disminuyendo en octubre, si bien se situaba por encima del promedio a largo plazo. A ello contribuyó el ascenso de la tasa de inflación interanual hasta el 2,6% en septiembre,

debido mayormente a los precios energéticos. No obstante, la tendencia de la inflación será a la baja.

Por su parte, la inversión sigue expandiéndose. La producción industrial de bienes de equipo se incrementó el 15,4% en los doce últimos meses hasta agosto. Sin embargo, el oscurecimiento del sentimiento económico empresarial, afectado por las turbulencias financieras, apunta a una ralentización en el próximo periodo.

El sector exterior también puede contribuir al crecimiento de la economía germana. En agosto las exportaciones se animaron y aumentaron el 3,5% con relación al mes previo en términos desestacionalizados y corregidos de calendario y el 14,6% respecto a un año antes. Por otro lado, las importaciones se mantuvieron estancadas con relación al mes precedente y subieron el 12,6% interanual. Gracias al superávit comercial se registró un saldo positivo por cuenta corriente de 7.000 millones de euros, el 23% más que en agosto de 2010. No obstante, las perspectivas de ralentización del

Se mantendrá el tono de debilidad en la actividad económica en el cuarto trimestre.

La segunda economía exportadora del mundo no puede sustraerse a la desaceleración global.

La confianza del consumidor germano flojea, pero se coloca sensiblemente por encima del nivel normal.

ALEMANIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2009	2010	2010		2011		Julio	Agosto	Septiembre
			III	IV	I	II			
PIB	-5,1	3,6	4,0	3,8	4,6	2,8	-	...	-
Ventas al por menor	-3,2	1,5	2,6	1,2	0,8	2,4	1,3	-0,8	0,3
Producción industrial	-15,4	10,1	10,2	11,7	12,8	8,0	10,4	7,9	...
Índice de actividad empresarial (IFO) (*)	90,7	107,8	111,1	113,4	114,7	114,2	112,8	108,6	107,4
Tasa de paro (**)	7,8	7,0	6,9	6,6	6,3	6,0	5,9	5,9	...
Precios de consumo	0,4	1,1	1,2	1,5	2,1	2,3	2,4	2,4	2,6
Balanza comercial (***)	138,7	154,5	155,9	154,5	157,5	158,3	155,3	157,9	...

NOTAS: (*) Valor.

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

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

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

Vigor de la industria teutona, pero tendencia a la pérdida de dinamismo.

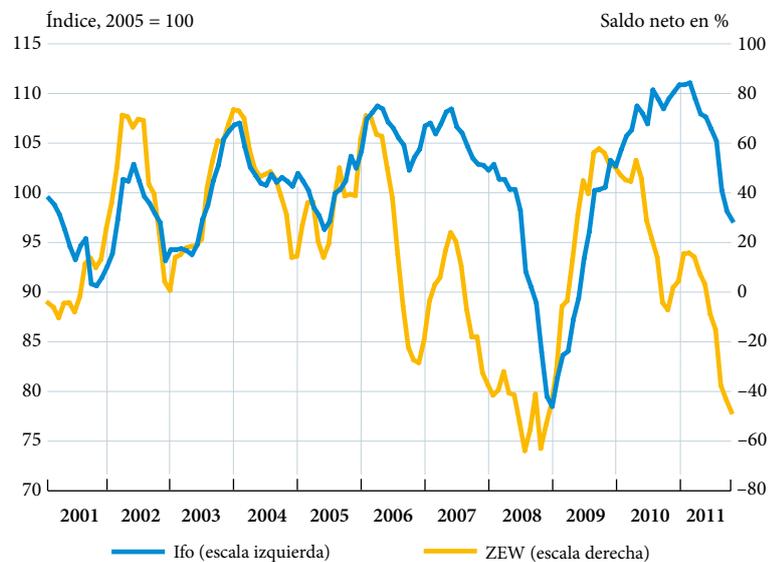
comercio internacional apuntan a una menor aportación de la demanda externa al PIB en los próximos trimestres.

Desde la óptica de la oferta, se constata en primer lugar el vigor de la industria. En el periodo julio-agosto la producción del sector secundario aumentó el 3,1% en relación con el bimestre precedente. Sin embargo,

los pedidos industriales cayeron en septiembre. Aunque se colocaban en un nivel alto y la tendencia alcista se mantenía, se manifestaba una pérdida de dinamismo. La construcción también progresaba. Su producción se elevó el 1,4% en los meses centrales del verano respecto al bimestre anterior, si bien la confianza del sector bajó ligeramente en septiembre. No fue tan bien

EMPEORAMIENTO DE LAS EXPECTATIVAS EN ALEMANIA

Componentes de expectativas de índices de opiniones empresariales



FUENTES: Ifo Institut, Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung y elaboración propia.

la evolución en algunas ramas de los servicios. Así, en los hoteles y restaurantes la cifra de negocios registró un decremento intermensual en agosto del 1,5% después del de 0,5% de julio en términos reales y corregidos de estacionalidad y calendario.

En este marco, en sus proyecciones de otoño el Gobierno alemán elevó su previsión de crecimiento para 2011 hasta el 2,9%, 3 décimas más que en los pronósticos de abril. Sin embargo, recortó la predicción para 2012 en 8 décimas hasta el 1%, señalando los mayores riesgos de la coyuntura internacional, en especial los originados por la crisis de la deuda soberana de la periferia de la eurozona. Con todo, es de esperar que Alemania siga siendo el motor de Europa, si bien probablemente girará a menos revoluciones.

Se oscurece el próximo futuro de la economía gala

El efecto de la restricción presupuestaria, la escalada de los precios de las materias primas en los primeros meses del ejercicio, la consiguiente desaceleración de la demanda externa y las turbulencias financieras motivaron un frenazo de la actividad en el segundo trimestre hasta llevar el PIB al estancamiento. En el tercer trimestre es

probable un leve rebote. No obstante, los indicadores avanzados han seguido deteriorándose, reflejando el oscurecimiento de las perspectivas en los próximos trimestres. Aunque mantenemos la previsión de un aumento del PIB del 1,7% en 2011, existe el riesgo de una leve contracción en el último trimestre del año.

El consumo privado retrocedió sensiblemente en el segundo trimestre, afectado por factores especiales, como la retirada de las ayudas a la compra de automóviles. Sin embargo, en el tercer trimestre las matriculaciones de turismos nuevos subieron el 2,7% en relación con el trimestre anterior en términos desestacionalizados. La mejora del poder adquisitivo de las familias y la creación de empleo apoyan al consumo. En este sentido, la política laboral del Gobierno ha ayudado al propiciar el acercamiento entre la oferta y la demanda, en especial en algunas profesiones u oficios con demandas no cubiertas. Sin embargo, la tasa de paro ascendió levemente en agosto hasta el 9,9% y las perspectivas del mercado de trabajo son más bien desfavorables. Ello ha incidido en el debilitamiento de la confianza de los consumidores.

Por lo referente a la inversión, a pesar de que en septiembre el grado de utilización

El Gobierno alemán recorta su proyección de crecimiento para 2012 hasta el 1%.

Probable aceleración de la actividad en Francia en el tercer trimestre, seguida de un nuevo frenazo en el cuarto.

FRANCIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2009	2010	2010		2011		Julio	Agosto	Septiembre
			III	IV	I	II			
PIB	-2,6	1,4	1,6	1,4	2,2	1,7	-	...	-
Consumo de manufacturas por los hogares	-0,4	1,7	2,7	0,9	3,5	1,1	-1,3	0,2	-1,4
Producción industrial	-12,4	5,2	4,2	4,5	4,7	2,1	3,7	4,4	...
Tasa de paro (*)	9,5	9,8	9,8	9,7	9,7	9,7	9,8	9,9	9,9
Precios de consumo	0,1	1,5	1,5	1,7	1,8	2,1	1,9	2,2	2,2
Balanza comercial (**)	-44,8	-51,5	-51,2	-51,5	-59,2	-64,2	-67,2	-66,8	...

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

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

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

La prima de riesgo de la deuda soberana gala a largo plazo marca un nuevo máximo en octubre.

de la capacidad productiva se elevó un poco y volvió al nivel de julio, el deterioro del clima económico y las mayores incertidumbres apuntan a una moderación. Así, en agosto la producción industrial de bienes de equipo aumentó el 1,0% en relación con julio, lo que supone una deceleración.

En cuanto al sector exterior, en agosto se redujo el déficit comercial hasta 4.967 millones de euros tras un registro de 6.363 millones en julio gracias sobre todo a las exportaciones aeronáuticas y aeroespaciales. Las ventas al exterior en los últimos tres meses hasta agosto subieron el 2,9% respecto al trimestre previo y el 5,7% con relación al mismo periodo de doce meses antes. Por su parte, las importaciones se incrementaron menos en junio-agosto en relación con el trimestre precedente, el 0,1%, pero ascendieron el 8,6% respecto al mismo periodo del año anterior. El déficit por cuenta corriente disminuyó en agosto hasta 2.900 millones de euros básicamente por la mejora de la balanza comercial. De este modo, el sector exterior podría tener una contribución ligeramente positiva en el tercer trimestre, pero que difícilmente tendría continuidad.

Desde el lado de la oferta, se constata que la producción industrial se expandió el 0,5% en agosto sobre julio, lo que representa una ralentización, pues el crecimiento intertrimestral del periodo junio-agosto fue del 3,5%. Las perspectivas del sector secundario a corto plazo no son muy positivas, ya que la cartera de pedidos industriales más bien es menguante, si bien en septiembre su nivel se colocaba por encima de la media histórica. En cuanto al sector servicios, en julio las pernoctaciones hoteleras se elevaron considerablemente, tanto por la demanda interior como por la extranjera, a pesar de una climatología adversa. Sin embargo, la confianza del sector terciario fue a la baja en septiembre. Por lo referente a la construcción, en agosto las nuevas autorizaciones se elevaron el

15,4% en relación con el mismo mes de 2010 y si bien la confianza en el sector descendió en septiembre, se mantenía por encima de la media a largo plazo.

Por otra parte, y en el marco de la crisis de la deuda periférica de la eurozona, la prima de riesgo de la deuda del Estado francés a largo plazo marcó un nuevo máximo desde el lanzamiento del euro de 125 puntos básicos con relación a la homóloga alemana a diez años el 24 de octubre, días después de que la agencia Moody's advirtiese de que podría cambiar la perspectiva de la calificación AAA de la deuda pública francesa de estable a negativa si los costes de un plan para resolver la crisis de la deuda soberana europea tensionasen excesivamente las finanzas del país. Asimismo, en el verano la bolsa francesa sufrió un duro castigo, afectada por la fuerte caída de la cotización de los principales bancos, Société Générale, Crédit Agricole y BNP Paribas, debido a su exposición a la deuda de los países periféricos del área del euro, a pesar de que en julio pasaron confortablemente los test de estrés. Esto plantea el riesgo de posibles restricciones crediticias que podrían frenar todavía más la demanda.

No obstante, los datos existentes hasta agosto muestran que el crédito continuaba fluyendo suavemente a las empresas no financieras, con un incremento interanual del 4,5%. La encuesta bancaria del tercer trimestre apenas detectó un ligero endurecimiento de las condiciones de financiación al sector privado, con un aumento de los costes globales. Al mismo tiempo, también mostró un decrecimiento de la demanda de crédito para la vivienda.

En este marco, en la presentación a finales de septiembre de los presupuestos del Estado para 2012, el Gobierno francés reiteró su prioridad del control de la deuda pública mediante la reducción del déficit público hasta el 4,5% del PIB y el 3,0% en

El crédito fluye suavemente a las empresas francesas.

El Gobierno francés proyecta que la deuda pública empiece a disminuir a partir de 2013.

2013. De esta manera, la deuda pública disminuiría hasta el 87,3% del PIB en ese año después del 87,4% previsto en 2012. A este fin, se proyecta sobre todo un recorte del gasto público estructural, con una apreciable disminución del número de funcionarios, y un recorte de los beneficios fiscales, entre otras medidas.

Languidece la actividad económica en Italia

La reanimación de la economía transalpina constatada en el segundo trimestre parece que se paró en el tercer trimestre. La intensificación de la crisis de la deuda soberana periférica de la zona del euro, las caídas bursátiles, la desaceleración de la economía mundial y las nuevas medidas presupuestarias contractivas determinaron que el sentimiento económico continuara empeorando y en septiembre se situaba sensiblemente por debajo del promedio histórico. De este modo, es posible que se produzca un estancamiento o incluso una ligera contracción del PIB en el segundo semestre. Con ello, el crecimiento del total de 2011 se situaría en un exiguo 0,7%. La expansión probablemente será todavía menor en 2012, no descartándose un periodo de recesión.

Afectado por la pérdida de poder adquisitivo de los salarios, el consumo flojea. Las ventas minoristas disminuyeron el 0,1% intermensual en julio en términos desestacionalizados y reales, mientras que las matriculaciones de automóviles cayeron el 5,7% en septiembre en relación con el mismo mes del año anterior. La confianza del consumidor se redujo en septiembre por cuarto mes consecutivo y se colocó considerablemente por debajo de la media, influida por el repunte de la inflación y las desfavorables perspectivas del mercado laboral. La tasa de inflación interanual del mes de septiembre aumentó en 2 décimas en septiembre hasta el 3,0%. El alza del tipo general del impuesto sobre el valor añadido (IVA) del 20% al 21% al principio del mes contribuyó a esta subida, que probablemente proseguirá en octubre.

La inversión presenta un escaso dinamismo dada la atonía de la demanda y el incremento de las incertidumbres. El sector exterior continúa impulsando la actividad, pero de forma limitada dados los problemas de competitividad de que adolece la economía subalpina. En los últimos tres meses hasta agosto las exportaciones de mercancías subieron el 0,1% en relación con el trimestre anterior, mientras que la correspondiente tasa para las importaciones resultó del -3,2%.

La economía transalpina se salva por la demanda externa en el segundo trimestre.

ITALIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2009	2010	2010		2011		2011		
			III	IV	I	II	Julio	Agosto	Septiembre
PIB	-5,2	1,2	1,4	1,5	1,0	0,8	-	...	-
Ventas al por menor	-1,7	0,0	0,6	0,1	-0,3	-0,3	-1,2	...	...
Producción industrial	-18,7	6,5	7,5	5,3	2,3	2,2	-0,7	3,8	...
Tasa de paro (*)	7,8	8,4	8,3	8,3	8,1	8,0	8,0	7,9	...
Precios de consumo	0,8	1,5	1,6	1,7	2,3	2,6	2,7	2,8	3,0
Balanza comercial (**)	-5,9	-29,3	-22,5	-29,3	-34,9	-36,0	-36,2	-35,8	...

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

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

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

Buen comportamiento del sector hotelero italiano en agosto.

Desde la óptica de la oferta, la situación es similar. La producción industrial ascendió un moderado 0,7% en junio-agosto con relación a los tres meses previos. La producción de la construcción bajó el 1,2% en julio en relación con el mes anterior. En cuanto a las perspectivas, en septiembre la confianza cayó en todos los grandes sectores, situándose en todos ellos por debajo del nivel normal.

A pesar de este entorno, en septiembre las cuentas del Estado siguieron evolucionando favorablemente. En la cuarta semana de septiembre el Gobierno italiano reafirmó el objetivo de alcanzar el equilibrio presupuestario en 2013 y rehízo el cuadro macroeconómico después de la promulgación de las últimas medidas de ajuste. Con ello la previsión oficial de crecimiento del PIB se revisó a la baja hasta el 0,7% en 2011 y el 0,6% en 2012. Sin embargo, la presión de los mercados financieros, en el marco del contagio de la crisis griega y preocupados por el alto nivel de la deuda italiana, que finalizaría este año en el 120% del PIB según las proyecciones gubernamentales, apenas se moderó.

Así, la prima de riesgo de la deuda soberana a largo plazo alcanzó un máximo desde el inicio de la moneda única europea de 402 puntos básicos el día 22 de septiembre, dos días después de que la agencia Standard & Poor's rebajase la calificación de la deuda soberana italiana. El 4 de octubre la agencia especializada Moody's también recortó el *rating* de la deuda soberana transalpina a largo plazo, hasta A2, con perspectiva negativa debido a los riesgos de un mayor deterioro de la confianza de los inversores en Italia y el área del euro. A finales de la cuarta semana de octubre el diferencial con las obligaciones alemanas a diez años era de 382 puntos básicos, 50 puntos básicos más que la deuda española.

Reino Unido: los riesgos de estancamiento económico aumentan.

Reino Unido inyecta esteroides en la economía

La actividad económica en el Reino Unido se desacelera desde principios de año y los indicadores adelantados sugieren que esta tendencia se mantendrá en los próximos trimestres. De los indicadores de demanda, debemos destacar la atonía de las ven-

REINO UNIDO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

	2009	2010	2010		2011				
			III	IV	I	II	Julio	Agosto	Septiembre
PIB	-4,9	1,4	2,6	1,3	1,6	0,6	-	...	-
Ventas al por menor	1,0	0,4	0,6	0,0	2,2	1,0	0,2	0,1	...
Producción industrial	-10,1	2,2	3,1	3,3	1,9	-0,8	-0,7	...	...
Tasa de paro (1)	4,7	4,7	4,6	4,5	4,5	4,7	4,9	4,9	5,0
Precios de consumo	2,1	3,3	3,1	3,4	4,2	4,4	4,5	4,5	5,2
Balanza comercial (2)	-82,4	-96,4	-91,1	-96,1	-98,1	-98,5	-99,2	-98,7	...
Tipo de interés líbor 3 meses (3)	1,2	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8	0,9	0,9
Tipo de cambio efectivo nominal de la libra (4)	73,9	80,4	81,4	79,3	78,4	78,6	77,1	78,6	78,2

NOTAS: (1) Porcentaje sobre población activa.

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

(3) Promedio del periodo.

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

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

tas minoristas, cuyo dato de agosto indica un crecimiento interanual del 0,1%. Dos motivos explican la prudencia de los consumidores. En primer lugar, la tasa de paro ha aumentado hasta alcanzar el 5% de la población activa, medio punto porcentual superior al nivel de principios de año. En segundo lugar, los ingresos medios de las familias británicas, excluidos los bonus salariales, crecen a un ritmo medio del 1,7% interanual desde hace dos años, mientras que la inflación durante el mismo periodo ha sido en promedio de un 3,7%. Es decir, se mantiene una tendencia de deterioro de la renta real disponible para las familias.

Este efecto se está intensificando durante los últimos meses; concretamente, la inflación alcanzó un 5,2% interanual en el mes de septiembre, si bien es cierto que estamos muy cerca de los máximos que presentará este indicador este año. El principal motivo de este incremento en el mes de septiembre es la inercia en la traslación del aumento del precio del petróleo a las facturas de electricidad y gas que pagan los consumidores. Aunque este efecto irá disminuyendo en los próximos meses, junto con la progresiva desaparición de otros factores que también han empujado al alza la inflación, como la subida del impuesto sobre el valor añadido y de otras tasas e impuestos. Además, el mantenimiento de la actividad con un débil tono también ayudará a contener las presiones inflacionistas.

Desde la perspectiva de la oferta, las empresas tienen que hacer frente a una demanda débil y a un endurecimiento de las condiciones crediticias. Las estadísticas oficiales muestran cómo desde principios de este año el saldo vivo de créditos concedidos a empresas no financieras en el Reino Unido se ha reducido en 3.197 millones de libras esterlinas. Esto supone una reducción del crédito de un 3,3% interanual. Por este motivo, el ministro de Economía del Reino Unido, George Osborne, ha anunciado un nuevo plan de concesión de

líneas de financiación para empresas. Los detalles del plan se publicarán durante el mes de noviembre, aunque ya se conocen los siguientes elementos: en primer lugar, consistirá en la compra de bonos emitidos por grandes empresas, para reducir el coste de financiación de las mismas. En una siguiente fase, el Tesoro animará la concesión de créditos bancarios a pymes comprometiendo a comprar esos créditos titulizados.

En clave de política económica, el Tesoro cuenta con un buen aliado, pues el banco central no se ha quedado atrás, y por su parte el Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra decidió, por unanimidad de sus nueve miembros, aumentar el programa de compra de activos en 75.000 millones de libras esterlinas. Este refuerzo de la política monetaria no convencional tiene como objetivo la adquisición de deuda pública. El Banco de Inglaterra argumentó su decisión haciendo hincapié en los riesgos de que pudiera intensificarse la desaceleración económica. Y los elementos que cita son: la reducción de la renta disponible de las familias, la debilidad en el crecimiento mundial y la consolidación fiscal. Factores que reflejan, sin lugar a dudas, los indicadores económicos y que es imprescindible hacer frente con las importantes medidas anunciadas.

Europa emergente: debilidad transitoria, resistencia de fondo

La coyuntura económica en Europa emergente presenta dos aspectos problemáticos que están atrayendo la atención pública. En primer lugar, la pérdida de ritmo de la actividad económica, que se inició en el segundo trimestre y que no muestra signos de atemperarse. Es un proceso que tiene su origen en el enfriamiento que están padeciendo mercados fundamentales para las economías de la región, en particular, la eurozona. En este sentido, el empeora-

Por este motivo el banco central aumenta el programa de compra de activos financieros.

En Europa emergente preocupa el alcance de la desaceleración económica y las repercusiones financieras de la crisis de la deuda.

Hungría y Rumania, las más afectadas por las tensiones financieras.

miento de perspectivas que la zona de la moneda única padece en la actualidad, y que puede comportar una revisión a la baja del crecimiento económico esperado para 2012 en los próximos meses, añade incertidumbre a dicha dinámica.

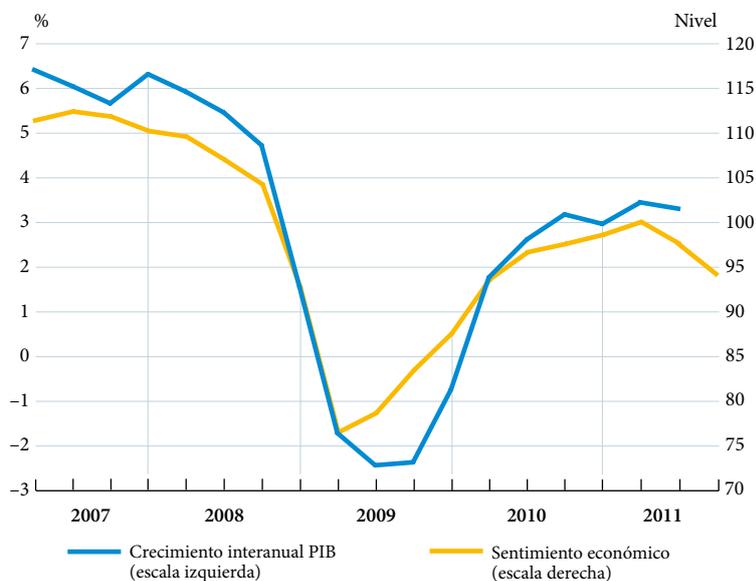
Un segundo foco de atención es el referido al impacto de la crisis financiera europea en los países de la región. Aunque sería infundado hablar de una situación generalizada de contagio, lo cierto es que desde agosto pasado los indicadores de riesgo-país han empeorado en las cinco economías (Polonia, Hungría, la República Checa, Eslovaquia y Rumania) que reseñamos habitualmente en estas páginas. No obstante, los niveles actuales de riesgo-país solo revisten una intensidad apreciable en los casos de Hungría y Rumania. Se trata de dos mercados en los que esta apreciación del riesgo está plenamente justificada.

Así, Hungría está adoptando un enfoque de política económica lejos de la ortodoxia

y no siempre del todo acertado en materia de comunicación pública. Por ejemplo, la decisión de permitir la amortización anticipada de los créditos hipotecarios denominados en divisa extranjera a un tipo de cambio no de mercado ha sido entendida como una medida excesivamente penalizadora para la banca (según nuestros cálculos, puede acabar potencialmente comportando una pérdida bancaria equivalente al 1,5% del crédito privado). En un momento en el que el crecimiento se debilita, parece poco propicio afectar adicionalmente el canal crediticio. Esta decisión, que como decíamos se suma a otras anteriores igualmente controvertidas, está afectando a la confianza en el país. Rumania, por su parte, tiene unas vinculaciones comerciales y financieras con Grecia significativas. Ello justifica que, mientras no se disipe la incertidumbre sobre la crisis helénica y se puedan valorar con cierta precisión los efectos en Rumania, se produzca un aumento del riesgo-país.

PERSPECTIVAS DE CLARA MODERACIÓN DE LA ACTIVIDAD EN EL HORIZONTE

Indicador de sentimiento económico y PIB real (*)



NOTAS: (*) Media ponderada de Polonia, Hungría, la República Checa, Eslovaquia y Rumania.

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

En definitiva, las dudas en materia de ciclo económico y de repercusiones financieras de la crisis de la deuda soberana han suscitado temores en ciertos círculos sobre una hipotética recaída en la dramática situación que asoló la región en 2008 y parte de 2009. A nuestro juicio, se trata de una valoración con poca justificación. De entrada, los datos de actividad globales parecen descartar que los escenarios más extremos, los que dibujan una recaída en la recesión, se vayan a materializar en los próximos trimestres. Este es, por sí solo, un contraste mayúsculo con la coyuntura recesiva que asoló Europa y otras economías avanzadas en 2008.

Pero las diferencias no se circunscriben al entorno exterior. Los fundamentales de la región son claramente más sólidos que los existentes en 2008. Cabe recordar que a la Gran Recesión se llegó en una fase del ciclo muy madura, con la mayor parte de economías de Europa emergente acumulando desequilibrios en materia de endeudamiento privado, presiones inflacionistas y balanza de pagos. En estos tres frentes el ajuste de los últimos ejercicios ha sido notable, especialmente en países como Rumania y Hungría, que en su día tuvieron que recurrir a créditos del Fondo Monetario Internacional y de otras instituciones multilaterales para solventar problemas de financiación exterior.

La estrategia seguida por los países de la región ha sido dotarse de mayor margen de autonomía en materia de política económica para así poder hacer frente a *shocks* económicos negativos como el que se está produciendo. En particular, dos cuestiones han centrado el esfuerzo de ajuste: reducir los desequilibrios públicos

y disminuir las necesidades de financiación exterior.

En materia de ajuste fiscal, y aunque se trata de países con niveles de deuda pública bastante contenidos (la excepción sería Hungría, cuya deuda pública equivalía aproximadamente al 80% del PIB en 2010), se constata que, con estrategias diferentes, las cinco economías probablemente situarán su déficit público en 2011 en la zona del 3%-4% del PIB (con la excepción de Rumania, que quedará por encima de este umbral). En promedio, se trata de una mejora del orden de unos dos puntos porcentuales respecto a la posición de 2008.

Por lo que se refiere a la situación de la balanza de pagos, el giro también ha sido notable, ya que, en su conjunto, se ha pasado de un déficit corriente equivalente al 7% del PIB en 2007 a otro menor al 3% en 2010. En este ámbito cabe destacar el caso ejemplar de Rumania que, habiendo registrado en 2007 un déficit corriente del 14% del PIB, acabará este 2011 con el déficit de pagos en la zona del 4% del PIB. Adicionalmente, a esta menor apelación a la financiación exterior se le suma la existencia de un cojín de reservas internacionales apreciablemente superior al disponible en 2008 en los cinco países.

Todo ello nos hace esperar que el deterioro económico, que probablemente es ineludible, no tendrá un alcance excepcional, como sí presentó el acaecido tres años atrás. Lo más verosímil es que la región, en su conjunto, transite hacia una fase transitoria de bajo crecimiento durante este tramo final de 2011 y primera mitad de 2012, para después recuperar tracción en el tramo final del próximo año.

Aumentan las dudas sobre si Europa emergente evitará un desplome similar al de 2008...

...pero ni creemos probable que Europa recaiga de forma generalizada en la recesión...

...ni la situación en Europa emergente es la misma, ya que se han ajustado notablemente los desequilibrios presentes en 2007-2008.

El Mediterráneo, ¿un puente o una frontera para el desarrollo económico?

Históricamente, la palabra comercio iba asociada a la palabra Mediterráneo. Este era el puente a través del que, durante siglos, las principales potencias económicas mundiales se intercambiaron todo tipo de bienes. Hoy en día, la palabra comercio se asocia a China, Japón, Alemania, Brasil, Asia o Europa del Este. Raramente va asociada al mar Mediterráneo. De hecho, entre los países de la Unión Europea y los de la orilla sur del *mare nostrum* solo tiene lugar el 2% del comercio mundial. El Mediterráneo, a veces, parece una frontera que divide los países ricos de la Unión Europea de los países en vías de desarrollo situados en la ribera sur. ¿Es eso cierto?

La situación socioeconómica de los países de la Unión Europea es bien conocida, pero la de sus vecinos del sur quizás no es tan familiar.⁽¹⁾ Un rápido repaso a los principales datos macroeconómicos nos ayuda a situar estos países respecto a las principales áreas económicas en vías de desarrollo. Como se puede apreciar en la tabla siguiente, los países mediterráneos en vías de desarrollo tienen una población de 201 millones de personas. Un tamaño nada despreciable, similar al del conjunto de países de Europa del Este. Su PIB per cápita, de 7.532 dólares por habitante, es ligeramente superior al de los países emergentes asiáticos, aunque notablemente inferior al de América Latina o Europa del Este. Uno de los aspectos sorprendentes es que su crecimiento no ha sido muy inferior al de las otras grandes áreas emergentes. De hecho, es ligeramente superior al de América Latina y Europa del Este. Sin embargo, el FMI cree que su potencial de crecimiento a medio/largo plazo es algo inferior.

LOS PAÍSES MEDITERRÁNEOS EN VÍAS DE DESARROLLO, UN MERCADO EN EXPANSIÓN

	Población 2010 (millones)	PIB per cápita 2010 (\$)	Crecimiento (1995-2010)	Crecimiento (2011-2016)
	Millones	Dólares	Variación anual	Variación anual
Europa del Este y Central ⁽¹⁾	175,5	14.572	3,9	3,7
América Latina ⁽²⁾	329,4	11.666	3,6	4,7
Asiáticos emergentes ⁽³⁾	3.044,0	6.084	7,6	8,3
Mediterráneo ⁽⁴⁾	201,4	7.532	4,1	2,8

NOTAS: (1) Albania, Bosnia y Herzegovina, Bulgaria, Croacia, Hungría, Kosovo, Letonia, Lituania, Antigua República Yugoslava de Macedonia, Montenegro, Polonia, Rumania, Serbia y Turquía.

(2) Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Perú y Uruguay.

(3) China, Filipinas, India, Indonesia, Malasia, Tailandia y Vietnam.

(4) Algeria, Egipto, Israel, Jordania, Líbano, Libia, Marruecos, Siria y Túnez.

FUENTES: Fondo Monetario Internacional y elaboración propia.

Con estos datos, uno puede pensar que la capacidad de crecimiento del comercio entre los diferentes países que rodean el Mediterráneo debería ser sustancial. En este sentido, las relaciones entre los países desarrollados de la ribera norte del Mediterráneo con sus vecinos de la ribera sur han estado guiadas por numerosos proyectos y programas. La Conferencia de Barcelona de 1995, en la que se reunieron los ministros de Asuntos Exteriores de los países de la Unión Europea y del resto de países del litoral mediterráneo, supuso un punto de inflexión. Todos expresaron la voluntad de crear un área de prosperidad común en el Mediterráneo y reconocieron que ello requería un mayor nivel de integración y cooperación. Una de las políticas clave que se acordó en la Declaración de Barcelona fue la creación progresiva de un área de libre comercio entre todos los países firmantes.

(1) Se considera que los países en vías de desarrollo que rodean el mar Mediterráneo son: Marruecos, Argelia, Túnez, Libia, Egipto, Israel, Palestina, Líbano, Jordania y Siria.

El proceso ha sido lento, pero a día de hoy ya todos los países en vías de desarrollo situados a orillas del Mediterráneo han firmado acuerdos bilaterales de comercio con la Unión Europea. Pero ante la constatación de que las reformas económicas o en la gobernanza no habían sido suficientes como para atraer la inversión privada necesaria para mejorar los estándares de vida de la región, en 2008 se creó el Secretariado de la Unión por el Mediterráneo. Esta iniciativa tiene como objetivo, además de profundizar en los acuerdos de libre comercio, identificar, coordinar e impulsar proyectos regionales y transnacionales en áreas como la energía, el medio ambiente o la educación.

A pesar del esfuerzo institucional, la capacidad de crecimiento del comercio mediterráneo sigue sin despertar. De hecho, un informe del Center for Social and Economic Research que analiza distintos estudios sobre la capacidad de crecimiento del comercio en esta zona concluye que actualmente esta es bastante limitada.⁽²⁾ El artículo de Juan M. Ruiz y Josep M. Vilarrubia va más allá y ofrece un resultado sorprendente.⁽³⁾ Según los autores, mientras el nivel exportador de los países mediterráneos en vías de desarrollo hacia los países de la Unión Europea se encuentra cerca de su potencial o, en algunos casos, ligeramente sobreexplotado, el margen para que estos aumenten las exportaciones hacia Estados Unidos es amplio.

Para poder entender mejor cuáles son los factores que siguen erosionando el potencial de comercio entre los países del Mediterráneo se desarrolló una amplia encuesta a las empresas que comercian entre estos países. En esta se pudo constatar que, a pesar de los esfuerzos en avanzar en los acuerdos de libre comercio, la mayoría de las empresas de la Unión Europea no los conocían y, además, consideraban que no se benefician de ellos. En cambio, los empresarios de los países en vías de desarrollo sí que son conocedores de estos acuerdos. En cualquier caso, una mayoría considera que la Unión Europea puede ayudar más en promover la integración económica de la región mediterránea. Para ello, apuntan, es necesario que se complete el proceso de liberalización comercial, que se eliminen otras barreras no tarifarias al comercio y que mejore la seguridad jurídica y la facilidad para hacer negocios en la zona.

En las conclusiones de la Semana Mediterránea de Líderes Económicos del pasado año, uno de los principales eventos para la reflexión e integración entre los distintos países mediterráneos, también se señala cuáles son los principales ejes en los que la política económica de la zona debe avanzar. Destacan el fomento de la cooperación público-privada en los proyectos impulsados por el Secretariado de la Unión por el Mediterráneo, la creación de un banco de desarrollo del Mediterráneo y la de una agencia del transporte mediterráneo. En este sentido, en la cumbre de este año, que se celebrará este mes de noviembre en Barcelona, seguro que se valorará positivamente la apuesta de Bruselas por el corredor ferroviario del Mediterráneo.

La lista de aspectos en los que es imprescindible mejorar es larga y difícilmente se podrá llevar a cabo en un plazo de tiempo corto. Sin embargo, ahora más que nunca, la implicación de los países de la Unión Europea debe ser máxima. Los cambios de régimen que se han producido en los últimos meses en muchos de los países de la orilla del Mediterráneo abren la puerta a cambios económicos y sociales que hasta hace poco eran impensables. La Unión Europea no puede dejar escapar este tren.

(2) Economic Integration in the Euro-Mediterranean Region, Center for Social and Economic Research.

(3) The wise use of gravity models: export potentials in the euromed region. Juan M. Ruiz y Josep M. Vilarrubia. Documento de trabajo 720 del Banco de España.

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

MERCADOS FINANCIEROS

Mercados monetarios y de capital

La desaceleración del crecimiento económico mundial centra la atención de los mercados financieros.

Las autoridades políticas europeas negocian la toma de medidas contundentes contra la crisis de deuda.

Los bancos centrales actúan para evitar una recesión económica.

Combatiendo los riesgos

La escena financiera internacional encara la recta final del año pendiente de la evolución de los mismos factores de riesgo que llevan condicionando el comportamiento de los mercados desde hace meses. El primero es la amenaza de una recaída en recesión de la economía global. El segundo, la incertidumbre alrededor de los efectos combinados de las medidas de política fiscal, monetaria y de regulación financiera adoptadas en las distintas regiones. Y el tercero, la compleja y vulnerable situación en la que se ha situado la eurozona a resultas de la crisis de deuda soberana.

Afortunadamente, los dos primeros factores han ofrecido una prometedora mejora a lo largo de las últimas semanas. Tanto en Estados Unidos como en los países emergentes los datos más recientes no han sido tan malos como se temía, y además los bancos centrales se han mostrado dispuestos a actuar. Más difícil es enjuiciar la marcha del tercero. Los optimistas pueden apreciar que desde principios de octubre se ha intensificado el proceso de toma de decisiones por parte de las instancias políticas de la eurozona. El creciente deterioro de la confianza hacia países cruciales como Italia, España y la propia Francia, con el consiguiente miedo de contagio sistémico de la crisis al resto del mundo, ha estimulado un movimiento de toma de decisiones más contundentes por parte de las autoridades europeas. Este propósito declarado de estabilizar la situación, reflejado en el apretado calendario de reuniones de los líderes, ha devuelto tímidas esperanzas a una parte de los inversores. Los pesimistas, sin

embargo, dudan de que se llegue a implementar el tipo de medidas capaces de dar un vuelco a la situación.

La Fed no duda en aplicar más medidas de estímulo, el BCE detiene las subidas de tipos

Como se ha constatado a través de los distintos indicadores macroeconómicos publicados, el ritmo de crecimiento de la actividad económica internacional está inmerso en un proceso de ralentización desde la primavera. Según las áreas geográficas, hay diferencias notables en cuanto a las causas, la naturaleza, los condicionantes y las implicaciones. En cualquier caso también es común que el freno económico se ve acompañado del impacto sobre la inflación del encarecimiento de las materias primas durante el primer semestre del año. Ante esta coyuntura, la actuación de las autoridades monetarias ha cobrado singular relevancia. Lógicamente, las decisiones adoptadas difieren por los factores específicos mencionados y por las distintas preferencias de los banqueros centrales, pero en conjunto se ha observado una reacción generalizada hacia políticas más laxas para atajar el riesgo de recaída en recesión.

En Estados Unidos, la Reserva Federal (Fed) ha seguido transmitiendo a lo largo del mes de octubre su preocupación por la delicada situación en la que se encuentra la economía norteamericana. Tanto en las actas de la última reunión del comité de política monetaria como en la publicación mensual conocida como el Libro Beige de

la Fed, así como en la comparecencia del presidente de la entidad, Ben Bernanke, ante el Congreso, se ha recalcado la paulatina moderación de la actividad económica. Según la Fed, a través del análisis de los principales indicadores se desprende que los incrementos del consumo de las familias y de las inversiones empresariales resultan insuficientes para impulsar el crecimiento de la economía. De igual manera, la entidad ha reconocido la persistencia de la fragilidad de las condiciones del mercado laboral y la escasa mejora de las perspectivas de la creación de empleo de cara a los próximos meses.

En base a esta lectura de la coyuntura económica actual, y como ya viniera haciendo desde la quiebra de Lehman Brothers en 2008, la Reserva Federal se ha esforzado en transmitir a los mercados financieros un mensaje de compromiso y de adecuación de la estrategia de política monetaria a la necesidad de estimular la economía. Es por ello por lo que el banco central sigue optando por mantener los tipos de interés en el rango mínimo del 0%-0,25%, y además redobla el uso de distintas herramientas no convencionales con el propósito de estimular el crecimiento.

A este respecto, en la última reunión del comité se decidió introducir un nuevo instrumento, denominado «operación twist». A través de la compraventa de bonos del Tesoro con diferentes vencimientos, la Fed pretende reducir los tipos de interés a largo plazo y flexibilizar las condiciones de financiación de empresas y familias. Además, el banco central confirmó la continuidad de los programas de reinversión del principal y los intereses de la deuda pública y los bonos hipotecarios que actualmente mantiene en su cartera. Otro aspecto relevante para la Reserva Federal es dotar de mayor transparencia y dinamismo a su política de comunicación. La institución considera primordial el uso de la comuni-

cación como vía para que los agentes financieros adapten sus expectativas sobre los tipos de interés y los objetivos macroeconómicos. Entre los cambios que se podrían estar debatiendo estarían la fijación de un objetivo de inflación –como el que existe en la eurozona– y otro de tasa de desempleo.

En la eurozona, el Banco Central Europeo (BCE) mantuvo el tipo de interés oficial en el 1,5% tras la emblemática reunión de octubre. En su última comparecencia como presidente del Banco Central, Jean-Claude Trichet cumplió con el guion de ocasiones anteriores al resaltar el tono acomodaticio de la política monetaria de la entidad para justificar esa decisión. No obstante, constituyó una novedad sus abiertas referencias a la moderación del crecimiento de la economía de la región, tendencia que estima se mantenga a lo largo de la segunda mitad de este año. Declaró que los riesgos actuales, vinculados al elevado endeudamiento de algunos países de la periferia y a la desaceleración del comercio internacional, están generando un aumento de las presiones bajistas sobre la tasa de crecimiento de la eurozona. A estos riesgos también habría que añadir el efecto negativo que tiene el aumento de las tensiones en los mercados financieros. Con respecto a la evolución de precios al consumo, repitió que desde la autoridad monetaria se siguen de cerca todos los factores que pudieran generar algún repunte de la inflación. Su conclusión es que si bien estos parecen haberse moderado de cara al medio plazo, para los próximos meses las estimaciones del Banco Central todavía apuntan a niveles de inflación superiores a su objetivo del 2%. Este fue precisamente el argumento que varios miembros del consejo ejecutivo utilizaron para apoyar la permanencia del tipo de interés rector en el nivel actual, frente al grupo que abogaba por una relajación paulatina del mismo a fin de dinamizar el crecimiento económico.

La Fed reconoce los riesgos sobre el crecimiento económico.

La Fed apuesta por la política de comunicación como herramienta para incidir en las expectativas de los agentes.

El BCE mantiene el tipo de interés rector en el 1,5%.

El BCE prevé que la inflación de la eurozona se mantendrá por encima de su objetivo durante los próximos meses.

El BCE ofrece nuevas facilidades de financiación a la banca de la región.

Los bancos centrales de los países emergentes revisan el sentido de sus políticas monetarias.

No obstante, teniendo en cuenta el relevo del presidente del banco y la probable evolución de la crisis de deuda soberana de la periferia de la eurozona, muchos son los analistas que apuestan por posibles recortes de tipos, de hasta medio punto, para finales de año.

En este sentido, el BCE ha puesto una vez más de manifiesto su capacidad de reacción ante los problemas financieros de la región con la puesta en marcha de importantes medidas monetarias no convencionales. En palabras de Trichet, el Banco Central está plenamente comprometido en la adopción de las medidas extraordinarias necesarias para restaurar la estabilidad financiera y el normal funcionamiento de los mercados. La autoridad europea decidió mantener las facilidades de liquidez ilimitadas a 1, 3 y 6 meses a tipo de interés fijo. Y, adicionalmente, añadió otras dos operaciones de refinanciación a largo plazo (LTRO), a 12 y 13 meses, con las mismas características de asignación plena de capital a tipo fijo, con el fin de dar acceso a la financiación a aquellos bancos de la región que encuentran dificultades como consecuencia de la crisis de crédito. Igualmente, el banco anunció que en noviembre reanudaría la compra de *covered bonds* –cédulas hipotecarias– por valor de 40.000 millones de euros.

El BCE sigue desempeñando un papel muy activo en las negociaciones para encontrar una solución efectiva a la crisis de deuda soberana de la periferia de la eurozona, bien como partícipe de los exámenes de la troika (junto con la Comisión Europea y el Fondo Monetario Internacional) a la economía griega, bien como parte implicada en la negociación de la ampliación de los futuros poderes del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF). El BCE actúa guiado por la intención de salvaguardar la integridad de la unión monetaria. Pero su intervención más rele-

vante está siendo en la compra de bonos soberanos de los países de la periferia. Aunque inicialmente este programa tenía un carácter excepcional, el aumento de los riesgos de un posible contagio de las dificultades a otras economías del área, como la española o la italiana, han convertido al BCE en un comprador habitual de bonos soberanos.

Por su parte, el escenario monetario en los países emergentes está en una fase de transición, desde una posición de endurecimiento hacia otra de relajación. Hasta el verano, los bancos centrales de estos países respondieron al intenso ritmo de crecimiento de sus economías con subidas de tipos de interés y otras medidas restrictivas (aumentos de coeficientes de reserva, etc.), pretendiendo así controlar la inflación y prevenir la creación de burbujas de precios en algunos activos. Pero, desde hace unos meses, los indicadores de actividad de estas economías han comenzado a mostrar signos de moderación, apuntando claramente a perspectivas de aterrizaje de las mismas, con el riesgo de que la maniobra sea más brusca de lo deseable. Este hecho está marcando el fin del ciclo de endurecimiento de las políticas monetarias en los países emergentes, dando paso a una etapa donde el reto de las autoridades monetarias será evitar un frenazo abrupto del crecimiento económico. Como caso destacado, esto es lo que ya está ocurriendo en Brasil, cuyo banco central mantiene una estrategia de recortes paulatinos de tipos de interés (ha recortado otros 50 puntos básicos, hasta el 11,50%, en octubre). En China, las autoridades han detenido las medidas restrictivas, y aunque el banco central de la India decidió en octubre un nuevo aumento del tipo oficial, su mensaje apunta también al final en ese proceso.

Bajo este escenario macroeconómico y de política monetaria, los tipos de interés de los mercados interbancarios siguen jugando

TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO EN LOS MERCADOS NACIONALES

En porcentaje anual

	Zona del euro			Estados Unidos		Japón	Reino Unido		Suiza
	Subastas BCE (2)	Euríbor (5)		Nivel objetivo de Reserva Federal (3)	Tres meses (5)	Tres meses (5)	Tipo de intervención Banco de Inglaterra (4)	Tres meses (5)	Tres meses (5)
		Tres meses	Un año						
2010									
Octubre	1,00	1,03	1,52	0,25	0,29	0,20	0,50	0,74	0,23
Noviembre	1,00	1,03	1,53	0,25	0,30	0,19	0,50	0,74	0,20
Diciembre	1,00	1,01	1,51	0,25	0,30	0,19	0,50	0,76	0,20
2011									
Enero	1,00	1,07	1,64	0,25	0,30	0,19	0,50	0,78	0,26
Febrero	1,00	1,09	1,77	0,25	0,31	0,19	0,50	0,80	0,10
Marzo	1,00	1,24	2,00	0,25	0,30	0,20	0,50	0,82	0,28
Abril	1,25	1,35	2,12	0,25	0,27	0,20	0,50	0,82	0,24
Mayo	1,25	1,43	2,14	0,25	0,25	0,20	0,50	0,83	0,26
Junio	1,25	1,55	2,16	0,25	0,25	0,20	0,50	0,83	0,28
Julio	1,50	1,61	2,18	0,25	0,26	0,20	0,50	0,83	0,24
Agosto	1,50	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)	1,50	1,59	2,12	0,25	0,42	0,20	0,50	0,98	0,56

NOTAS: (1) Día 25.

(2) Tipo de interés marginal. Últimas fechas de variación del tipo mínimo: 4-12-08 (2,50%), 5-03-09 (1,50%), 2-04-09 (1,25%), 7-05-09 (1,00%), 7-04-11 (1,25%), 7-07-11 (1,50%).

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

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

(5) Tipo de interés interbancario.

FUENTES: Bancos centrales nacionales, Bloomberg y elaboración propia.

un papel muy importante como reflejo de las expectativas de los inversores sobre cuáles serán los futuros pasos de los bancos centrales. Pero también recogen las tensiones derivadas de la crisis de deuda soberana europea, en concreto sus repercusiones sobre la liquidez y la percepción de la solvencia de las entidades financieras, y no solo las europeas. Así, para Estados Unidos los tipos de interés líbor en dólares han mantenido en octubre la tendencia alcista iniciada en verano. Este movimiento, aunque de intensidad moderada, se ha producido en la generalidad de los plazos ofrecidos, situando los tipos en las cotas más altas de los últimos doce meses. Difícilmente cabe atribuir este movimiento a la anticipación de aumentos futuros en los

tipos oficiales, dado que la Reserva Federal ha dejado claro que ello no está en sus planes. Parece más bien la influencia, en forma de mayores primas de riesgo y liquidez, de la desconfianza que sobre el sector financiero internacional genera la crisis de deuda europea. En la eurozona, el aumento de estas primas ha sido mucho más notable en los últimos tres meses, pero, dado que el mercado ha pasado a anticipar que el BCE recortará los tipos oficiales en breve, el resultado ha sido que los tipos de interés interbancarios euríbor han atravesado una fase de relativa estabilidad. Es decir, se ha compensado el descenso del tipo de interés libre de riesgo con el aumento de las primas de riesgo interbancario.

Los mercados interbancarios se resienten de la crisis de deuda soberana europea.

Las rentabilidades de la deuda pública de los países más solventes experimentan un ligero ascenso.

Los inversores consideran los bonos soberanos de Estados Unidos como valor refugio.

La deuda pública de Estados Unidos y Alemania sigue ejerciendo de refugio

Las tasas internas de rentabilidad (TIR o *yields*) de la deuda pública de las principales economías –Estados Unidos y Alemania– han experimentado un ligero aumento a lo largo del mes de octubre. Sin embargo, en ambos casos este movimiento se ha producido sin alejarse apenas de los niveles mínimos históricos que se han alcanzado este año. Concretamente, en Estados Unidos la *yield* del bono a dos años ascendió hasta el 0,27%, mientras que la del bono a diez años recuperó la barrera del 2%, alcanzando el 2,17%. En principio, no se trata de un episodio de especial significancia, sino más bien de manifestaciones de la inevitable volatilidad ligada a la publicación de indicadores de coyuntura (que han sido algo mejores de lo temido) y las idas y venidas de los flujos de «huida a la calidad» al hilo de la crisis soberana

europea. De cara a los próximos trimestres, se vislumbra que la curva de tipos norteamericana seguramente se mantendrá en niveles excepcionalmente bajos por la conjunción de tres factores. El primero, la perspectiva de que la evolución económica será, en el mejor de los casos, tenue. El segundo es la actuación de la Fed, a través de los tipos de interés oficiales y los programas relativos a su cartera de bonos. Y el tercero, la previsible continuidad de la consideración de la deuda norteamericana como el activo refugio por excelencia a los ojos de los inversores internacionales.

En el caso de la eurozona, la TIR de la deuda alemana registró durante octubre un comportamiento similar al de la deuda norteamericana, pero en este caso es más complejo su enjuiciamiento. Las rentabilidades a 2 y 10 años ascendieron (por encima del 0,6% y el 2,10%, respectivamente) en la primera parte de octubre para poste-

TIPOS DE INTERÉS A LARGO PLAZO EN LOS MERCADOS NACIONALES

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

	Alemania	Francia	España	Italia	Estados Unidos	Japón	Reino Unido	Suiza
2010								
Octubre	2,52	2,91	4,21	3,94	2,60	0,94	3,08	1,49
Noviembre	2,67	3,15	5,50	4,67	2,80	1,19	3,23	1,56
Diciembre	2,96	3,36	5,45	4,82	3,29	1,13	3,40	1,72
2011								
Enero	3,16	3,53	5,37	4,72	3,37	1,22	3,66	1,87
Febrero	3,17	3,55	5,39	4,84	3,43	1,26	3,60	1,90
Marzo	3,35	3,71	5,30	4,82	3,47	1,26	3,69	1,96
Abril	3,31	3,64	5,47	4,74	3,41	1,24	3,58	2,06
Mayo	3,02	3,39	5,36	4,78	3,06	1,17	3,29	1,82
Junio	3,03	3,41	5,45	4,88	3,16	1,14	3,38	1,73
Julio	2,54	3,23	6,08	5,87	2,80	1,08	2,86	1,36
Agosto	2,15	2,83	5,04	5,13	2,18	1,02	2,50	1,08
Septiembre	1,89	2,60	5,14	5,54	1,92	1,03	2,43	0,94
Octubre (*)	2,15	3,31	5,55	5,97	2,25	1,02	2,60	1,06

NOTA: (*) Día 25.

FUENTE: Bloomberg.

riormente entrar en una fase más estable. Al igual que en los meses precedentes, los sucesivos episodios de la crisis de deuda soberana de la periferia de la región constituyen el elemento clave detrás de las fluctuaciones en la cotización de la deuda germana. El hecho de que durante las últimas semanas el movimiento de las *yields* haya sido al alza plantea la pregunta de si puede ser el inicio de un movimiento de más alcance, ligado a la percepción por los inversores de que la crisis se reconducirá con un aumento de las cargas sobre Alemania. Si bien esta es todavía una conclusión muy prematura, no debería sorprender que, en el marco actual dominado por el propósito político de estabilizar la crisis de la unión monetaria, los acuerdos a los que lleguen los países socios se traduzcan en un repunte de las *yields* alemanas en los próximos meses.

En el ámbito de los países de la periferia, las primas de riesgo han mantenido el comportamiento flojo y desigual de los meses anteriores. La compra por parte del BCE de deuda de los países situados en el punto de mira de los mercados, en especial Italia y España, está siendo un baluarte trascendental, pero por sí sola no está teniendo el suficiente efecto calmante sobre la confianza de los inversores. La rebaja de la calidad crediticia de ambos países y la escasa credibilidad de sus procesos de reestructuración fiscal y reformas estructurales han sido motivos suficientes para que los *spreads* de la deuda italiana y la española respecto a la alemana se hayan mantenido en rangos elevados. En cierto modo, esto es reflejo de la situación de *impasse* del mes de octubre, con los inversores pendientes del resultado de negociaciones políticas al máximo nivel, que deben dilucidar no ya solo la salida a la angustiosa situación de Grecia, sino los funda-

mentos de una unión monetaria sólida y beneficiosa para sus miembros. En la medida en que este sea el escenario que se vislumbra tras los acuerdos políticos, el des-tensionamiento de las primas de riesgo periféricas tiene un elevado margen de recorrido, de momento en espera.

El tipo de cambio del euro, pendiente de la crisis de deuda soberana

En el escenario económico y financiero que se ha descrito, la volatilidad en los mercados de divisas ha aumentado notablemente. Las actuaciones de los diferentes bancos centrales para combatir la ralentización económica, junto a la mayor aversión al riesgo de los inversores, son los principales aspectos que alimentan estos repuntes de la volatilidad. La relación de intercambio entre el dólar y el euro es una muestra clara de esta afirmación. Durante el mes de octubre, el tipo de cambio del euro se apreció con respecto al dólar en torno a un 5%, recuperando la cota de los 1,38 dólares. Entre el abanico de factores que influyen sobre el tipo de cambio del euro, la variabilidad de las noticias sobre la crisis de crédito europea tiene un peso relativo elevado. Por ello, a medida que se ha dado a conocer la voluntad de las autoridades políticas de la región de actuar con contundencia sobre la crisis y la voluntad de atajar el riesgo de contagio al sector bancario, la cotización del euro se ha reforzado. En este sentido, de cara a los próximos meses los avances que cabe esperar que se produzcan en relación con la crisis, y a medida que las expectativas de crecimiento económico global se restituyan, seguramente ayudarán a que el tipo de cambio entre el euro y el dólar se estabilice alrededor de los 1,40 dólares.

Los avances hacia una solución de la crisis europea presionan al alza las *yields* de la deuda germana.

La rebaja de las calificaciones crediticias de Italia y España perjudica la confianza de los inversores.

El tipo de cambio del euro se aprecia en vista de las posibles soluciones a la crisis soberana.

TIPOS DE CAMBIO DE LAS PRINCIPALES MONEDAS

25-10-2011

	Tipo de cambio	% variación (*)		
		Mensual	s/diciembre 2010	Anual
Frente al dólar de EEUU				
Yen japonés	76,1	-0,3	-6,6	-6,1
Libra esterlina	0,626	2,6	2,3	1,6
Franco suizo	0,879	-2,6	-6,4	-10,5
Dólar canadiense	1,002	-2,4	0,3	-1,8
Peso mexicano	13,376	-1,2	7,7	7,6
Frente al euro				
Dólar de EEUU	1,393	-2,9	-4,1	0,3
Yen japonés	106,0	2,5	-2,3	-6,4
Franco suizo	1,224	0,3	-2,2	-10,8
Libra esterlina	0,872	0,3	1,7	-1,9
Corona sueca	9,117	-1,0	1,4	-0,9
Corona danesa	7,445	0,1	-0,1	-0,2
Zloty polaco	4,376	-0,9	9,4	10,2
Corona checa	24,89	1,1	-0,5	1,5
Forint húngaro	297,3	2,5	6,3	8,1

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

FUENTE: Bloomberg.

El tono constructivo de las autoridades europeas es bien recibido por los mercados de crédito corporativo.

Las emisiones de bonos *investment grade* retornan en algunos países de la periferia europea.

La renta fija corporativa de elevada calidad aguanta

Desde el ya lejano comienzo de las turbulencias financieras actuales, la renta fija corporativa ha sido uno de los mercados que ha mostrado un comportamiento más estable. Si bien los índices de deuda corporativa han exhibido una excelente resistencia (tan solo alterada en verano) ante el deterioro de las expectativas de crecimiento global y a los vaivenes de la crisis soberana de la eurozona, las noticias esperanzadoras sobre la resolución de esta última están jugando un papel clave en la mejora del sentimiento de los inversores. El tono constructivo adoptado por los dirigentes europeos ha propiciado la contención de las primas de riesgo soberanas del área, siendo este un aspecto favorable para los mercados de crédito. En concreto, la estabilización de los *spreads* está beneficiando principalmente a los bonos corporativos

de alta calidad (*investment grade*), tanto norteamericanos como europeos y emergentes. En el caso de la eurozona, aunque la recuperación de la actividad emisora sigue siendo lenta, los mercados de bonos *investment grade* han sido testigos del retorno de las emisiones de deuda de compañías no financieras de alta calidad, principalmente francesas, así como de empresas con calificaciones intermedias, en su mayoría de Italia y España. Igualmente, se ha producido un aumento de las emisiones de *covered bonds* por parte de las entidades financieras con buena calificación, después de que el BCE anunciara la reanudación de su programa de compra de esta clase de activos. En suma, estas circunstancias han ayudado a reforzar el perfil de activo refugio que durante los últimos trimestres ha caracterizado al crédito corporativo de calidad, junto con el oro y la deuda pública de economías solventes, como la de Estados Unidos y Alemania.

LA CONTENCIÓN DE LAS PRIMAS DE RIESGO SOBERANAS BENEFICIA A LA RENTA FIJA CORPORATIVA

Índices Markit iTraxx a 5 años



FUENTE: Bloomberg.

En cuanto al sector de los bonos *high yield* (bonos de mayor riesgo y rentabilidad), se ha observado una importante y prometedora mejora en octubre, pero todavía insuficiente para restituir el deterioro encajado en agosto y septiembre. En definitiva, a pesar de los tranquilizadores datos de coyuntura recientes, la incertidumbre todavía reinante sobre las perspectivas del crecimiento económico global pesa sobre este segmento del mercado de renta fija tradicionalmente ultrasensible a los riesgos macroeconómicos. Por su parte, los mercados de deuda corporativa de los países emergentes también han experimentado un comportamiento favorable. La progresiva ralentización de las perspectivas de crecimiento en estas economías y el paulatino cambio de orientación de las políticas monetarias han dado paso a un escenario de mayor estabilidad en la evolución de los precios de los bonos y sus rentabilidades.

La aversión al riesgo limita las ganancias bursátiles

Las principales bolsas internacionales han seguido mostrando un comportamiento errático a lo largo del mes de octubre, si bien con un saldo final positivo y esperanzador. El periodo empezó con un tono frágil. Las dudas no completamente despejadas sobre las perspectivas de crecimiento económico global, el temor al aterrizaje brusco de algunas de las economías en vías de desarrollo, y los recelos respecto al grado de compromiso de las políticas fiscales a ambos lados del Atlántico, fueron los principales aspectos que guiaron inicialmente las ventas de los inversores. Pero durante la segunda mitad del mes, el comportamiento viró favorablemente gracias a la relativa mejora de los datos económicos, y la actuación más contundente de las autoridades monetarias y gubernamentales por atajar los problemas económicos y financieros. En

La incertidumbre en las perspectivas de crecimiento pesa sobre los bonos *high yield*.

La incertidumbre marca el ritmo errático de las bolsas mundiales.

La resolución de la incertidumbre actual es clave para la mejora de las perspectivas de la renta variable.

La buena trayectoria de los resultados empresariales augura un escenario financiero futuro sostenible para los beneficios.

cualquier caso, ante esta coyuntura volátil, el sentimiento de los inversores ha seguido dominado por un elevado grado de aversión al riesgo.

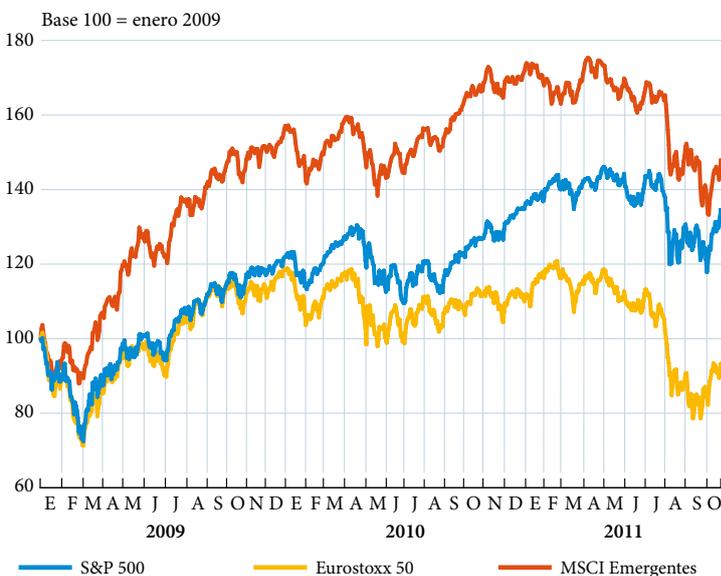
Sin embargo, y a la vista de los últimos avances en la resolución de la crisis soberana de la eurozona, cabe esperar que los riesgos que amenazan el escenario económico y financiero actual amainen a medida que se logren superar satisfactoriamente los retos planteados. Es por ello por lo que el panorama de las bolsas mundiales de cara al medio plazo se presenta favorable. Más allá de la posible repercusión de los riesgos actuales sobre la valoración de los índices, el potencial de revalorización bursátil de los próximos trimestres debería de apoyarse en fundamentos como la recuperación del crecimiento sostenido a nivel mundial, la reducción de los riesgos de crédito soberano y la firmeza del ciclo expansivo de los márgenes empresariales. Pero, de momento, la evolución de la crisis soberana europea y el temor a un posible

contagio sistémico de la misma son el principal obstáculo para cualquier potencial de revalorización de la renta variable.

En Estados Unidos, el temor a una recaída de la economía en recesión, la tibieza de los indicadores económicos y la laboriosa negociación sobre los ajustes presupuestarios están suponiendo los mayores lastres para las bolsas. A pesar de ello, la campaña de resultados del tercer trimestre de las compañías del S&P 500 está poniendo de manifiesto el buen estado del que gozan los beneficios empresariales. Hasta el momento, el beneficio por acción de las empresas que ya han hecho públicos sus resultados (un 27% del total) es un 11% superior a la cifra obtenida el mismo trimestre del año anterior. En Europa, el miedo al contagio de la crisis soberana y la incertidumbre de los efectos de la recapitalización del sector bancario limitan las posibles revalorizaciones de las bolsas, que por fundamentales de valoración merecerían mejores cotas.

LAS BOLSAS INTERNACIONALES COTIZAN INCERTIDUMBRE

Índices de bolsas



FUENTE: Bloomberg.

ÍNDICES DE LAS PRINCIPALES BOLSAS MUNDIALES

25-10-2011

	Índice (*)	% variación mensual	% variación acumulada	% variación anual
Nueva York				
<i>Dow Jones</i>	11.913,6	10,6	2,9	6,7
<i>Standard & Poor's</i>	1.254,2	10,4	-0,3	5,8
<i>Nasdaq</i>	2.699,4	8,7	1,8	8,4
Tokio	8.762,3	2,4	-14,3	-6,8
Londres	5.557,9	9,7	-5,8	-3,4
Zona del euro				
<i>Fráncfort</i>	6.044,9	16,3	-12,6	-9,0
<i>París</i>	3.210,1	14,2	-15,6	-17,1
<i>Ámsterdam</i>	308,6	16,6	-13,0	-9,9
<i>Milán</i>	16.217,1	18,7	-19,6	-24,3
<i>Madrid</i>	8.945,8	11,9	-9,3	-17,7
Zúrich	5.769,0	8,9	-10,4	-11,4
Hong Kong	18.968,2	7,4	-17,7	-19,7
Buenos Aires	2.861,8	15,3	-18,8	-1,9
São Paulo	56.892,0	6,9	-17,9	-18,2

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

FUENTE: Bloomberg.

La banca móvil y su contribución al desarrollo económico

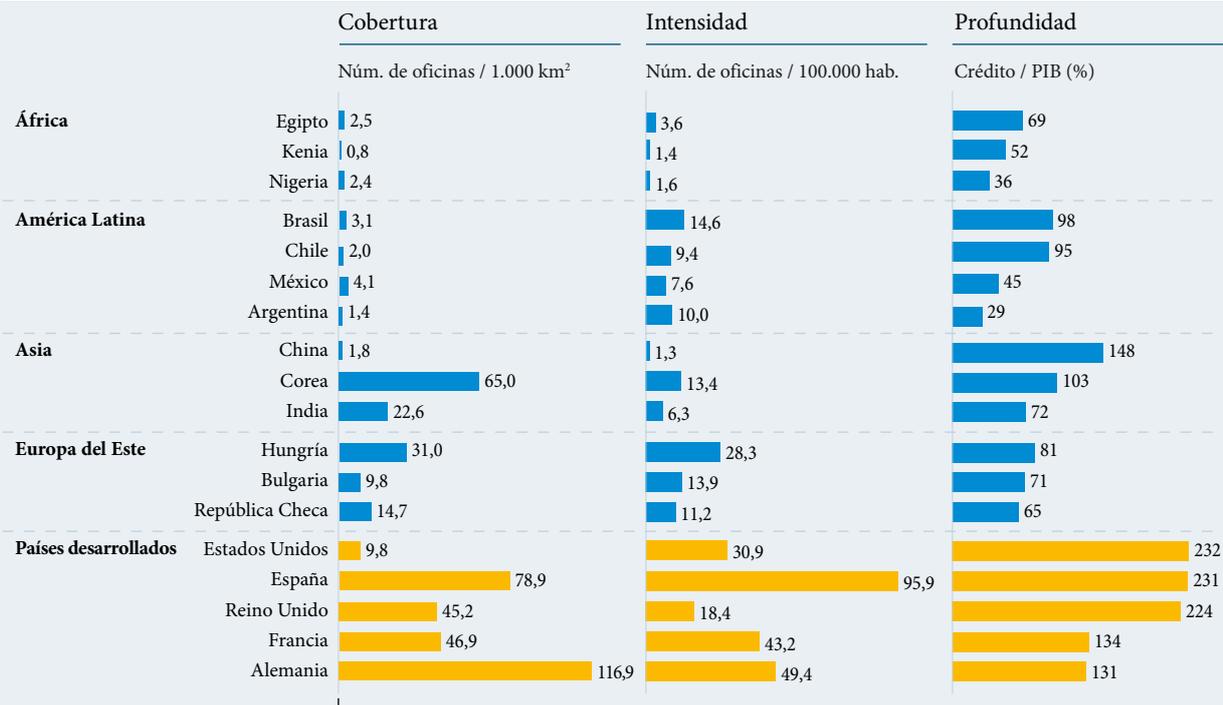
Más allá de la estabilidad bélica y política, la existencia de un sistema financiero profundo y con amplio acceso para la población es un vector fundamental para el progreso socioeconómico de un país. Un sistema financiero formal que fomente el ahorro de las familias, dote de seguridad a los pagos y facilite el crédito es esencial para la planificación del futuro, el desarrollo del comercio y la inversión empresarial. Por ejemplo, un estudio de Honohan⁽¹⁾ muestra que un incremento de 10 puntos porcentuales en el acceso a servicios financieros (medido como la ratio de crédito sobre PIB) repercute en una reducción de 0,6 puntos porcentuales del coeficiente de desigualdad Gini,⁽²⁾ entre otros impactos socioeconómicos.

Pero muchos países emergentes o mercados frontera de África, Asia y América Latina se han encontrado históricamente en una especie de círculo vicioso, en el cual el reducido desarrollo del sistema financiero actúa como una barrera para un mayor avance económico, y viceversa. La realidad muestra que, en la mayoría de estos países, el grado de acceso a un sistema financiero tradicional es muy reducido. En general, hay pocas oficinas bancarias,

(1) Honohan, P. (2007). «Cross-Country variation in household access to financial services». The World Bank, Trinity College y CEPR.

(2) El coeficiente de Gini se utiliza para medir la desigualdad en los ingresos. Es un número entre 0% y 100%, en donde 0% se corresponde a la perfecta igualdad (todos tienen los mismos ingresos) y 100% se corresponde con la perfecta desigualdad (una persona tiene todos los ingresos y los demás, ninguno).

COMPARATIVA DE MAGNITUDES SOBRE EL NIVEL DE BANCARIZACIÓN TRADICIONAL ENTRE PAÍSES



NOTA: Crédito doméstico facilitado por entidades bancarias. El crédito al sector público es neto, al resto de sectores, bruto.

FUENTES: Para la cobertura e intensidad, Beck, T., A. Demirguc-Kunt y M.ª S. Martínez-Peira (2005), «Reaching out: Access to and use of banking services across countries». Para la profundidad, World Development Indicators, The World Bank (2010).

medido tanto por cobertura del territorio como en relación con el número de habitantes. En consecuencia, una gran parte de la población queda desatendida por unos sistemas que tienen poca profundidad. Según la ratio de crédito privado sobre PIB, se observa cómo en los países desarrollados esta es unos 100 puntos porcentuales superior a la del resto de países, como se muestra en el gráfico anterior. Esto limita la inversión privada y, por lo tanto, el crecimiento económico.

Pero ¿por qué históricamente no se ha desarrollado un sistema financiero profundo en estos países? Principalmente porque la construcción de un sistema financiero tradicional como el que conocemos en los países desarrollados, basado en una amplia red de oficinas, es muy costosa. Por ejemplo, se requiere de infraestructura y sistemas de comunicación no siempre disponibles en los países emergentes, en donde, además, en ocasiones la población está muy dispersa geográficamente.

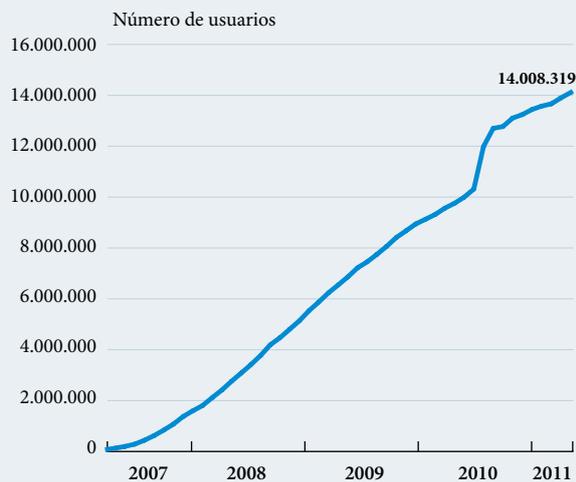
Sin embargo, hoy en día, gracias a las nuevas tecnologías, existen alternativas para fomentar la inclusión financiera a menor coste, sin la necesidad de una amplia red de oficinas. Esto es posible gracias a que la telefonía móvil sí está penetrando fuertemente en muchos países emergentes o, incluso, mercados frontera, permitiéndoles saltar ciertas etapas tecnológicas. Por ejemplo, en América Latina en 2008 ya se superaban los 370 millones de usuarios y en 2012 se espera alcanzar los 530 millones, lo que situará la penetración media del móvil de la región por encima

de las 80 líneas por cada 100 habitantes,⁽³⁾ muy superior a la penetración de la telefonía fija y, evidentemente, a la de la banca. Así, la provisión de servicios financieros a través del móvil puede extender el acceso a estos servicios a una parte muy significativa de la población con unos costes (económicos y en tiempo) mucho más reducidos que a través de la banca tradicional. De hecho, existen ya algunos modelos de éxito con este enfoque. Por poner algunos ejemplos, en Brasil destaca Paggio, en Pakistán lo hace Easypaisa y en Filipinas, Smart y Globe. Pero el sistema de M-PESA⁽⁴⁾ en Kenia es el máximo exponente, por su rápida penetración y éxito.

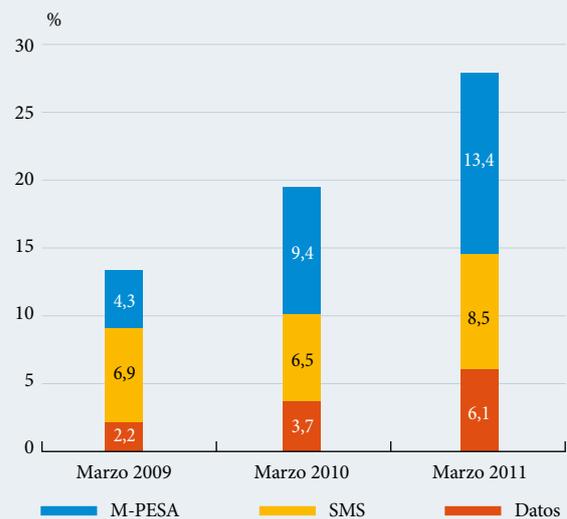
Mientras que en los países desarrollados la banca móvil ha adoptado modelos de servicio aditivos, es decir, es un nuevo canal de atención al cliente dentro de su modelo multicanal, en los países emergentes adopta un modelo transformacional. M-PESA, creado en 2007 por Safaricom (la principal operadora móvil de Kenia), permite que parte de la población keniana que vivía al margen de los sistemas financieros ahora intercambie dinero a través del terminal móvil. Safaricom y M-PESA están creando un nuevo modelo de hacer banca en estos países que, simplemente con el envío de SMS, permite depositar y retirar dinero, transferirlo, pagar facturas y comprar saldo de móvil.

Gracias a la amplia red de agentes, la gestión del efectivo y el alto valor añadido que aporta a la población, la expansión de M-PESA en el país ha sido muy rápida. En abril de 2011 ya contaba con más de 14 millones de clientes (aproximadamente el 40% de la población), con crecimientos de más de 10.000 clientes al día. Y el volumen de transacciones alcanzó unos 450 millones de euros ese mismo mes. Así, M-PESA ya es uno de los servicios que mayores ingresos aporta a Safaricom, pero, lo que es más relevante, está contribuyendo al desarrollo económico de Kenia ya que ha favorecido el desarrollo del comercio gracias a que la población puede realizar pagos evitando la inseguridad de trasladar efectivo.

EVOLUCIÓN DEL NÚMERO DE USUARIOS DE M-PESA



CONTRIBUCIÓN DE M-PESA A LOS INGRESOS DE SAFARICOM

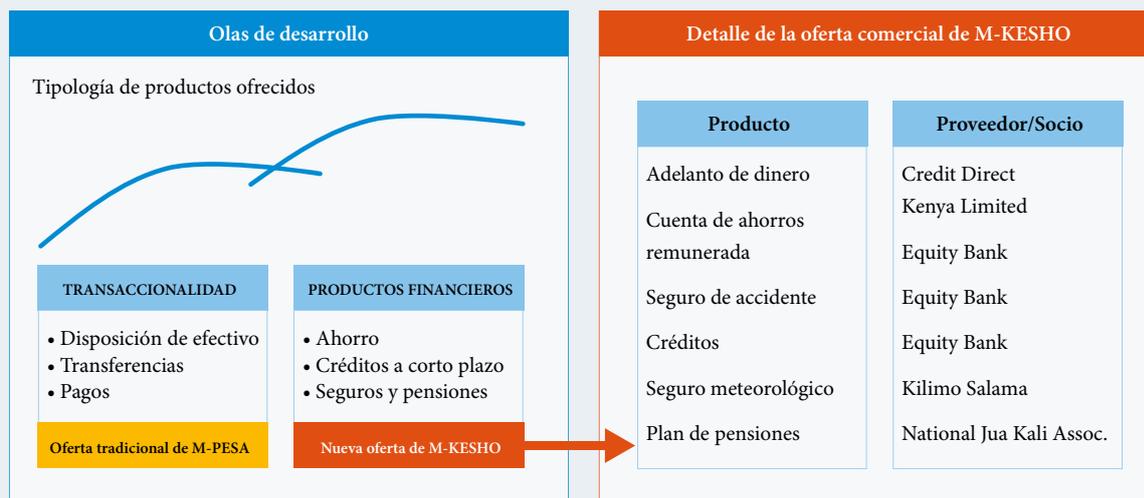


FUENTE: Safaricom.

(3) Analistas Financieros Internacionales (2009), «Telefonía móvil y desarrollo financiero en América Latina».

(4) M es de Móvil y Pesa es dinero en suajili.

DETALLE DE LA EVOLUCIÓN DE LA OFERTA DE BANCA MÓVIL DE SAFARICOM EN KENIA: DE M-PESA A M-KESHO



FUENTES: CGAP (2010), «Branchless Banking 2010: Who's Served? At What price? What's next?». Bill & Melinda Gates Foundation (2010), «Mobile payments go viral: M-PESA in Kenya». Safaricom. Elaboración propia.

De todas formas, para fomentar realmente la inclusión financiera, hay que ir un paso más allá y no solo ofrecer transacciones, sino también productos financieros tales como productos de ahorro, seguros, financiación, etc., porque es lo que permitirá construir los fundamentos para el desarrollo económico. Consciente de ello, Safaricom está siendo pionero también en este ámbito. Por temas regulatorios y de asunción de riesgos, ha establecido acuerdos con varias entidades financieras para evolucionar su oferta comercial, y ha creado M-KESHO. El servicio se construye sobre la plataforma de M-PESA para ofrecer también cuentas de ahorros remuneradas, seguros (principalmente de no-vida) y créditos, mayoritariamente vinculados al adelanto de la nómina o de otros ingresos.

En resumen, el avance de la tecnología móvil es una gran oportunidad para que un nuevo modelo de banca penetre en los países emergentes y en los mercados frontera. La cobertura de la transaccionalidad a través del envío de SMS es un primer paso fundamental, que permite desarrollar el comercio y familiarizar a la población con el sistema bancario a un coste muy reducido. El disponer de esta base debe permitir que poco a poco se desarrolle una mayor oferta financiera, también con productos crediticios, en la que participen además las entidades de crédito tradicionales para contribuir a la gestión del riesgo y el asesoramiento financiero, a distancia o con oficinas físicas. Por lo tanto, la banca móvil presenta la ocasión de romper el círculo vicioso que ha impedido el desarrollo financiero en estos países y que poco a poco se vaya cerrando la brecha existente en los indicadores de bancarización entre países desarrollados y el resto.

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

Actividad económica

La incertidumbre afecta a la confianza

Desde que la economía española inició su recuperación, el avance del PIB en términos intertrimestrales se ha mantenido de forma bastante regular alrededor del 0,2%. Una tasa claramente inferior al 0,9% de promedio que anotó entre 1995 y 2007, pero razonable dados los importantes desequilibrios que todavía deben corregirse.

En parte, la recuperación económica se ve frenada por el consumo privado, cuya mejoría avanza a paso seguro pero lento. Su tasa de crecimiento promedio en el último año y medio ha sido del 0,9% anual, aun-

que sigue lastrado por la elevada tasa de paro y el proceso de despalancamiento que necesariamente debe incurrir la economía española. Además, si bien es cierto que la estabilización del precio de los carburantes y la desaparición del efecto del aumento del IVA deberían ayudar al consumo, la tasa de ahorro ya se encuentra cerca de sus niveles previos a la crisis, por lo que el empuje que le puede dar con nuevas bajadas es ahora más limitado.

La inversión también es difícil que ofrezca grandes alegrías. Aunque la formación bruta de capital fijo en bienes de equipo sigue avanzando, ha crecido el 0,7% en promedio durante el último año y medio,

Tanto el consumo como la inversión avanzan de forma lenta pero segura.

INDICADORES DE DEMANDA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

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

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.

Los indicadores de demanda y oferta revierten su tendencia positiva.

la inversión en construcción está sumergida en un proceso de ajuste más intenso y duradero que probablemente no terminará hasta el año próximo.

El gradual proceso de recuperación de estos componentes, además, tiene que compensar el ajuste fiscal que durante los próximos trimestres tiene que llevar a cabo el sector público. Ante esta tesitura cabría esperar que el crecimiento del PIB de la economía española se mantuviera en tasas relativamente débiles en los próximos trimestres pero con una tendencia ascendente. Sin embargo, la gran mayoría de indicadores de demanda y oferta han

cambiado su tendencia positiva durante los últimos meses.

Por el lado de la demanda destaca el severo correctivo que está experimentando la confianza del consumidor. Después del descenso que sufrió en el mes de agosto, en el mes de septiembre esta se ha mantenido estable en niveles relativamente bajos. Los malos datos sobre la evolución del mercado laboral tampoco ayudaron a que se recuperase la confianza. Concretamente, tras un inicio del año algo prometedor en el que se apreciaba una cierta estabilización en la destrucción de puestos de trabajo y en el aumento del paro, en el mes de

INDICADORES DE OFERTA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2009	2010	2010		2011					
			III	IV	I	II	Julio	Agosto	Septiembre	
Industria										
Consumo de electricidad (1)	-4,9	2,9	2,7	2,2	0,5	0,5	-2,4	0,3	-1,3	
Índice de producción industrial (2)	-15,8	0,8	-0,2	0,4	1,8	-1,1	-2,3	0,3	...	
Indicador de confianza en la industria (3)	-30,8	-13,8	-13,5	-9,2	-8,6	-10,9	-13,3	-13,9	-16,0	
Utilización capacidad productiva (4)	71,2	72,0	73,9	72,9	72,6	74,7	73,3	-	-	
Importación bienes interm. no energ. (5)	-20,9	24,6	20,0	18,2	12,2	3,8	-9,3	13,7	...	
Construcción										
Consumo de cemento	-32,3	-14,8	-15,5	-16,1	-2,0	-16,6	-26,1	-16,5	-19,8	
Indicador de confianza en la construcción (3)	-32,3	-29,7	-27,8	-41,5	-54,1	-55,4	-58,0	-53,7	-64,2	
Viviendas (visados obra nueva)	-58,1	-17,3	-13,2	-20,3	-6,8	-19,3	-11,1	...	...
Licitación oficial	-8,2	-37,9	-36,6	-34,9	-36,9	-11,4	-37,3	...	...
Servicios										
Ventas comercio minorista (6)	-5,4	-1,0	-2,5	-1,9	-5,9	-5,1	-3,5	-4,0	...	
Turistas extranjeros	-8,8	0,9	4,2	1,4	2,9	10,4	7,2	9,4	9,2	
Ingresos turismo	-9,0	3,9	7,0	5,4	6,7	12,2	9,4	...	...
Mercancías ferrocarril (t-km)	-28,4	6,4	5,9	-4,2	8,2	1,8	-1,8	9,5	...	
Tráfico aéreo pasajeros	-7,9	2,9	4,2	4,3	5,0	10,6	6,7	4,7	7,6	
Consumo de gasóleo automoción	-5,1	-1,2	-2,1	-1,6	-1,6	-4,7	-5,8	...	...

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.

septiembre el número de parados aumentó en 95.817 personas, el mayor aumento en este periodo desde que el Ministerio de Trabajo recopila la serie histórica. Tampoco ayuda la evolución de la inflación, que si bien es cierto que mantiene una tendencia bajista, hace ya un año que se mantiene por encima del 2%.

Por el lado de la oferta los datos tampoco son nada halagüeños. El consumo de energía eléctrica, por ejemplo, descendió hasta el -1,3% en términos interanuales en el mes de septiembre y mantiene así una tendencia claramente bajista. El índice de confianza de la industria, que se había mantenido relativamente estable durante el primer semestre del año, ha descendido hasta niveles de febrero de 2010 en tan solo un trimestre. El índice de sentimiento económico ha exhibido una tendencia bajista en los últimos meses y el índice de los gestores de compras PMI también continúa descendiendo y se sitúa claramente por debajo de los 50 puntos, umbral a partir del que es probable una contracción económica.

En este contexto, no es de extrañar que el índice sintético de actividad que elabora el Ministerio de Economía haya experimentado un significativo retroceso en el último trimestre alertando de un aumento de los riesgos de recesión a corto plazo.

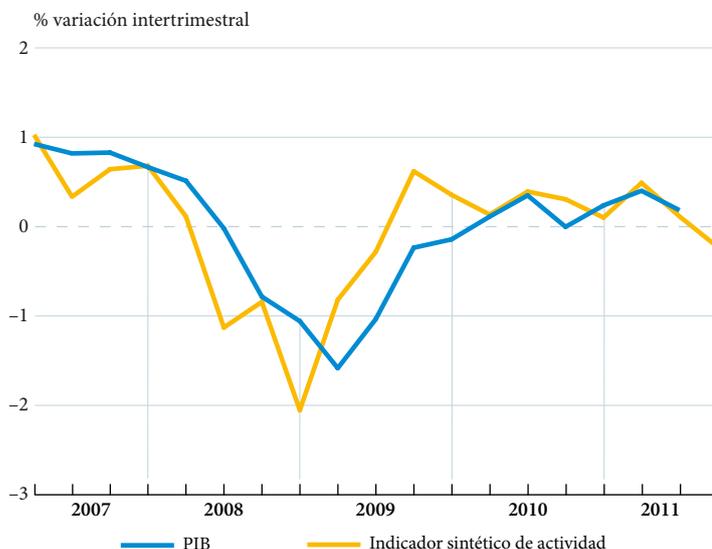
¿Qué se encuentra detrás de este vuelco de los indicadores adelantados? Como se ha comentado, no hay nuevos elementos de fondo que hagan pensar que el consumo o la inversión deberían frenar su recuperación. Más bien lo contrario. Su tendencia, aunque de forma pausada, debería ser positiva.

Una de las posibles razones la podríamos encontrar en el deterioro de las exportaciones, uno de los factores que hasta la fecha ha sido clave para recuperar el crecimiento económico. De momento, es difícil determinar la influencia de este factor, ya que solo se tienen datos hasta agosto, y de momento no se aprecia ningún cambio de tendencia. De hecho, en este mes el crecimiento de las exportaciones subió hasta el 17,4%, con una importante contribución

La crisis de la deuda amenaza con socavar la economía real.

LOS INDICADORES ALERTAN DEL PELIGRO DE RECESIÓN

Indicador sintético de actividad y PIB



FUENTES: Ministerio de Economía y Hacienda, INE y elaboración propia.

**Las nuevas medidas
determinarán la confianza
de los agentes y el
rumbo de la economía.**

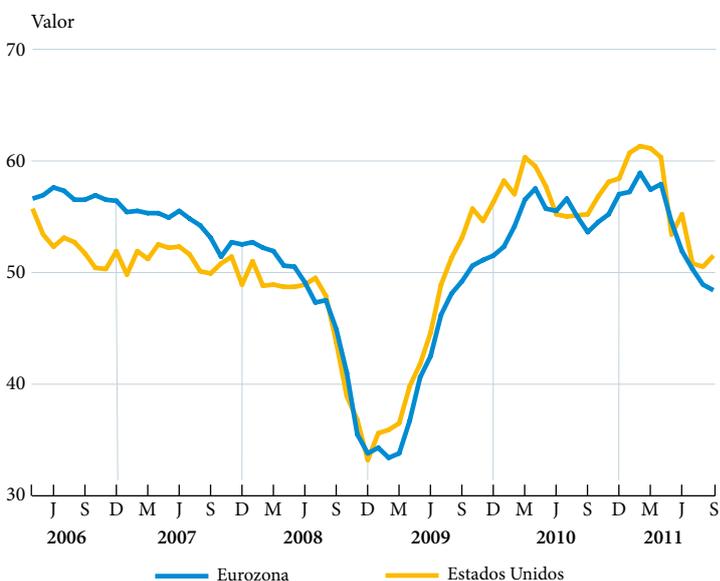
de las exportaciones a los países de la Unión Europea.

Otra posible explicación, esta más plausible, es la demora en la resolución de la crisis de deuda soberana en la eurozona. De hecho, el deterioro de los índices PMI de los últimos meses es un hecho puramente europeo. Es cierto que estos índices también experimentaron un importante descenso en Estados Unidos o China durante la primera mitad del año, pero allí ya han empezado a remontar, mientras que en los países de la Unión Europea han acelerado su descenso. El repunte de la incertidumbre, que durante el verano se tradujo en un aumento de la volatilidad en los mercados bursátiles, podría estar a punto de afectar a la economía real. El riesgo de que tanto consumidores como empresarios reduzcan el consumo y la inversión respectivamente por motivos de precaución está aumentando y ello podría frenar el proceso de recuperación económica.

Por lo tanto, es muy importante que se definan medidas creíbles y efectivas para hacer frente a la crisis de deuda soberana. Los principales líderes europeos parece que son conscientes de ello, y en la cumbre celebrada durante la última semana de octubre abordarán finalmente los puntos clave para reconducirla. La definición del nuevo plan de rescate a Grecia y la concreción de la quita de la deuda pública helena a los inversores privados, el aumento de la capacidad crediticia del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera y la recapitalización del sector bancario están en el orden del día. Si finalmente consiguen un amplio consenso sobre estos temas, el impulso sobre la confianza de los agentes puede ser muy importante durante los próximos meses. Es difícil que las medidas a tomar se definan hasta el último detalle, porque estas son sumamente complejas, pero es muy importante tanto para la economía española como para el conjunto de la eurozona que se empiece a andar por el camino correcto.

LA CONFIANZA EMPRESARIAL EN ESTADOS UNIDOS SE MANTIENE POR ENCIMA DE LA EUROPEA

Índice PMI



FUENTE: Bloomberg.

Mercado de trabajo

La falta de crecimiento comienza a tener consecuencias

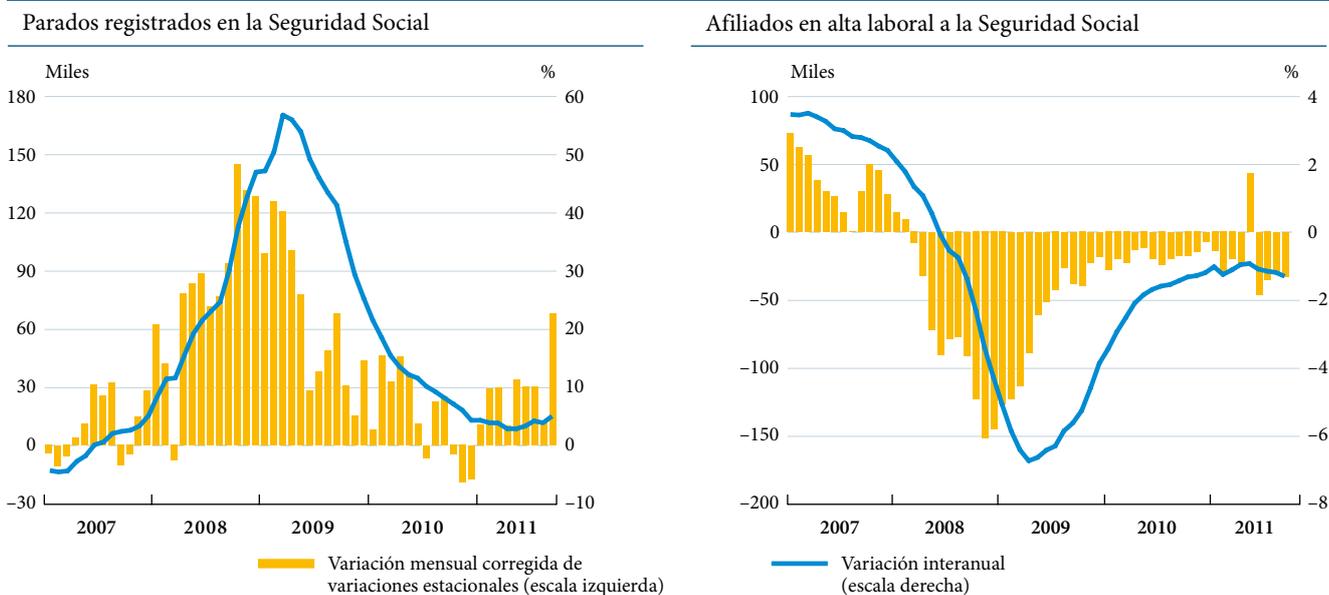
La sequía de empleo continúa al inicio del otoño. Los últimos datos facilitados por el Servicio Público de Empleo (antiguo INEM) muestran hasta qué punto la desaceleración económica ya está afectando a un mercado laboral que nunca acabó de recuperarse del todo. En el segundo trimestre la economía apenas creció un 0,2% respecto a los tres primeros meses del año, mientras que las previsiones de la variación interanual del producto interior bruto para 2011 y 2012 se sitúan en el 0,8% y el 1,1% respectivamente. Estos últimos crecimientos parecen optimistas a la luz de la cantidad de personas desempleadas y el número de afiliados publicados en el mes de septiembre.

El paro aumentó en 95.817 personas respecto a agosto, su mayor incremento en este periodo desde que el Ministerio de Trabajo recopila esta serie. Además, los datos no mejoran mucho al tener en cuenta el componente estacional, ya que, desde esta óptica, el incremento se sitúa en 77.010 personas. En total, 4.226.744 personas se encuentran desempleadas en España.

¿Por qué se ha producido este súbito incremento? El sector servicios experimentó una destrucción de empleo muy severa que contabilizó 74.590 personas empleadas menos. Tras una temporada de verano excepcionalmente buena en el sector turístico, el final del estío ha provocado que, de todos los puestos de trabajo destruidos, el 78% se haya producido en este sector. Este

Un aumento de casi 96 mil personas en septiembre lleva el paro registrado hasta los 4,2 millones.

EL MERCADO LABORAL SE RESIENTE DE LA INCERTIDUMBRE ACTUAL



FUENTES: Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales, Servicio de Empleo Estatal y elaboración propia.

INDICADORES DE EMPLEO

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2009	2010	2010		2011				
			III	IV	I	II	Julio	Agosto	Septiembre
Afiliados a la Seguridad Social (1)									
Sectores de actividad									
<i>Industria</i>	-10,6	-4,8	-3,8	-3,2	-2,8	-2,4	-2,3	-2,4	-2,6
<i>Construcción</i>	-23,1	-13,4	-12,5	-11,3	-9,6	-11,4	-12,7	-12,9	-13,4
<i>Servicios</i>	-2,6	0,0	0,4	0,4	0,3	0,5	0,4	0,3	0,2
Situación profesional									
<i>Asalariados</i>	-6,0	-1,8	-1,4	-1,2	-1,1	-0,9	-1,2	-1,3	-1,4
<i>No asalariados</i>	-4,8	-2,8	-2,4	-1,9	-1,6	-1,2	-1,1	-1,0	-1,0
Total	-5,8	-2,0	-1,6	-1,3	-1,2	-1,0	-1,2	-1,2	-1,3
Población ocupada (2)	-6,8	-2,3	-1,7	-1,3	-1,3	-0,9	-	-	-
Puestos de trabajo (3)	-6,6	-2,4	-1,6	-1,4	-1,4	-1,0	-	-	-
Contratos registrados (4)									
Indefinidos	-31,0	-6,4	-7,6	0,0	-1,8	-5,0	-6,2	-1,1	-14,2
Temporales	-13,5	3,8	3,5	2,8	0,7	3,9	-3,2	5,5	1,6
Total	-15,5	2,8	2,6	2,5	0,4	3,1	-3,4	5,1	0,2

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.

Solo el 7,5% de los nuevos contratos es de carácter indefinido.

dato revela la marcada estacionalidad de nuestro mercado de trabajo.

El otro gran responsable del incremento del paro es el aumento del número de personas sin empleo anterior. Este colectivo se incrementó un 5,23% respecto al mes anterior y junto al sector servicios supone el 98% del alza del desempleo.

Por otro lado, la pérdida de puestos de trabajo se tradujo también en un descenso de 64.956 personas en el número de afiliados a la Seguridad Social en septiembre. Esta cifra se reduce a casi la mitad si se computa de forma desestacionalizada. De esta manera, el acumulado del último año contabiliza ya la pérdida de 235.918 cotizantes. Análogamente a los datos de desempleo, el sector servicios, con hostelería y comercio a la cabeza, lidera la caída en afiliaciones. De hecho, los autónomos son

los más castigados por el ajuste de septiembre, ya que se adjudican casi la mitad de la totalidad de la caída.

La esperanza viene de la mano del número de contratos registrados en el mes de septiembre, que se incrementaron en 3.445 respecto al mismo mes de 2010. Sin embargo, solo el 7,51% de los nuevos contratos fue de carácter indefinido, lo que pone de manifiesto una vez más la dualidad y el importante peso de la temporalidad en nuestro mercado de trabajo.

Si miramos a Europa, España duda si paliar o ocultar un rostro enrojecido por la vergüenza. España aporta el 31% de los 15,7 millones de desempleados de la eurozona, es decir, uno de cada tres desempleados europeos es español y eso que España representa solamente el 14% de la población de la Europa de los 17. Somos de

PARO REGISTRADO POR SECTORES, SEXO Y EDADES

Septiembre 2011

	Parados	Variación sobre diciembre 2010		Variación sobre el mismo periodo del año anterior		% participación
		Absoluta	%	Absoluta	%	
Por sectores						
Agricultura	137.392	10.563	8,3	19.994	17,0	3,3
Industria	484.475	-7.163	-1,5	-272	-0,1	11,5
Construcción	732.437	-20.630	-2,7	4.880	0,7	17,3
Servicios	2.490.772	118.833	5,0	153.237	6,6	58,9
Primer empleo	381.668	25.068	7,0	31.142	8,9	9,0
Por sexos						
Hombres	2.071.510	18.322	0,9	86.577	4,4	49,0
Mujeres	2.155.234	108.349	5,3	122.404	6,0	51,0
Por edades						
Menores de 25 años	456.546	22.772	5,2	9.922	2,2	10,8
Resto de edades	3.770.198	103.899	2,8	199.059	5,6	89,2
TOTAL	4.226.744	126.671	3,1	208.981	5,2	100,0

FUENTES: Servicio Público de Empleo Estatal y elaboración propia.

lejos el farolillo rojo de Europa con una tasa de paro del 21,2%, seguidos de lejos por Grecia (16,7%) e Irlanda (14,6%). La eurozona, por su parte, puntúa un 10% de desempleo y mantiene así una tendencia casi plana desde el tercer trimestre de 2009. Si nos evaluamos respecto a las 20 economías más potentes del mundo, la comparación es incluso más perniciosa, ya que junto a Sudáfrica somos la única economía del G-20 cuya tasa de desempleo supera los dos dígitos.

España ha demostrado durante esta crisis una capacidad espectacular para destruir empleo, gracias a nuestro mercado dual y el fin de la expansión inmobiliaria, ya que fue capaz de pasar del 8% de paro al 18% en tan solo dos años. A día de hoy, los jóvenes registran una tasa de desempleo del 45%, más del doble que nuestros pares europeos. Los jóvenes son los más afectados por la crisis, ya que tanto en España como en la eurozona sus tasas de paro duplican las del conjunto de la economía.

Dadas las perspectivas actuales de nuestra economía y la ralentización económica de la eurozona, estas cifras no van a mejorar en el corto plazo. La encuesta de población activa (EPA), que se publica a finales de octubre, arrojará datos muy esclarecedores acerca de nuestro mercado laboral que permitirán confirmar esta perspectiva negativa, si bien no se espera que, de momento, superemos los 5 millones de parados.

Los datos positivos pueden venir de la mano de la publicación de los costes laborales del tercer trimestre. El ritmo de crecimiento del coste laboral total ha sido moderado hasta la fecha y, lo que es más importante, por debajo del de la eurozona. De seguir así y gracias a la contención de los salarios, la economía española está en vías de recuperar su competitividad.

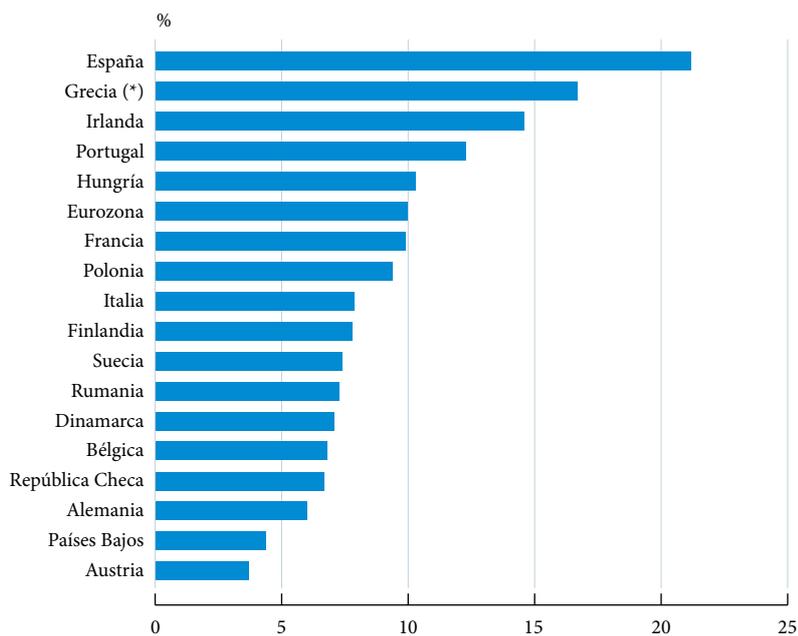
El empleo necesita crecimiento económico, como las plantas el agua, para poder florecer. La realidad parece confirmar la teoría que prevé que es muy difícil la crea-

España registra cifras récord de desempleo a nivel internacional.

La EPA aclarará hasta qué punto se ha deteriorado el mercado laboral.

LA TASA DE DESEMPLEO ESPAÑOLA NO TIENE PARANGÓN EN EUROPA

Paro sobre población activa de países de la UE seleccionados en agosto de 2011



NOTA: (*) Datos de Grecia a junio de 2011.

FUENTE: Eurostat.

ción de empleo de forma sostenida con las tasas de crecimiento actuales. Cuanto más se aleje la economía de la lluvia del crecimiento, más fácil será que asistamos a la publicación de cifras de empleo desoladoras. Si no llueve, el árbol no da sus frutos y

la sociedad padece por la escasez de vituallas. El maná europeo parece que está en retroceso, así que mientras tanto la economía española trata de generar su propia llovizna a través de ganancias de competitividad.

Precios

La inflación repunta de forma temporal

La tasa de variación interanual del índice de precios al consumo (IPC) general aumentó una décima en el mes de septiembre y se situó en el 3,1%. Tras cuatro meses consecutivos de caída, iniciada en el mes de abril desde una cota del 3,8%, este dato supone una ruptura temporal de la tendencia bajista de la inflación.

El origen de este repunte se encuentra en el comportamiento un tanto anómalo de ciertos componentes. El grupo de bebidas alcohólicas y tabaco aumentó un 9,2%, casi cuatro décimas más que en el mes anterior. Este incremento se explica por la variación de los precios del tabaco, que ex-

perimentó un alza del 12%. Esta subida parece certificar el fin de la guerra del tabaco iniciada al final de la primavera. La naturaleza oligopolística de la industria tabacalera ayuda a explicar la alta volatilidad de sus componentes y los repuntes inesperados de sus precios.

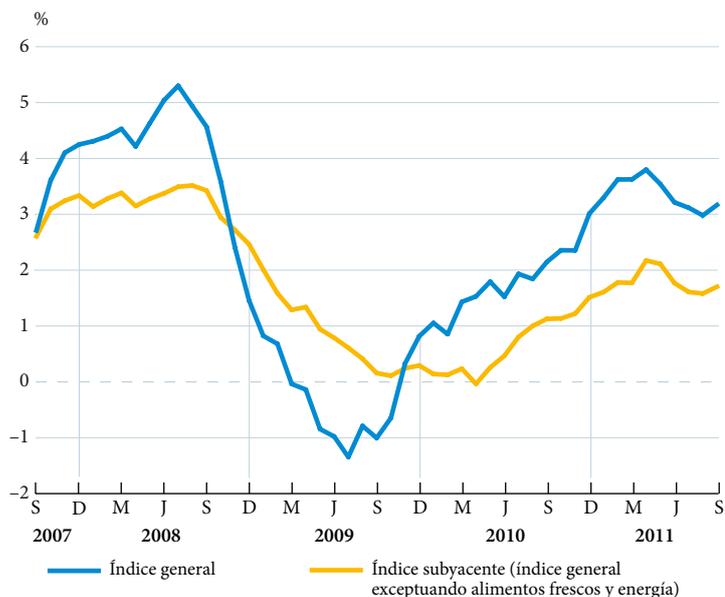
El otro componente responsable del incremento de la inflación es el grupo de los carburantes y lubricantes, que registró un incremento del 16,4% interanual. A diferencia del resto de componentes en el contexto de ralentización de la economía, la energía se niega a tomar un camino descendente y ha mantenido en los últimos cinco meses una tasa prácticamente plana de inflación que oscila levemente alrededor del 15,6% de variación interanual.

El IPC sube una décima y se sitúa en el 3,1% en septiembre.

El tabaco y los carburantes son los responsables del repunte de la inflación.

LA INFLACIÓN ROMPE SU TENDENCIA A LA BAJA

Variación interanual del IPC



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO

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

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

Los indicadores económicos siguen señalando una desaceleración.

Aunque los alimentos no elaborados y los productos energéticos no computen en el cálculo de la inflación subyacente, el papel desempeñado por el tabaco sí explica por qué su tasa anual se elevó al 1,7%. Sin embargo, y al igual que en el caso de la inflación general, este repunte es interpretado como coyuntural, ya que el resto de indicadores siguen señalando la debilidad del crecimiento económico.

El rostro más amargo que muestra esta desaceleración lo protagoniza un mercado laboral que nunca acabó de recuperarse. El paro registrado en septiembre aumentó en 95.817 personas respecto al mes anterior, y el resto de indicadores no invitan precisamente al optimismo. Tanto la confianza del consumidor como el indicador del sentimiento económico empeoraron respecto al mes anterior, mientras que las ventas minoristas y la producción industrial disminuyeron un 4,8% y un 1,5% respecto agosto del año precedente.

Este es el motivo por el que consideramos el repunte de la inflación como un hecho de carácter temporal. La debilidad del cre-

cimiento económico permanece como el principal factor determinante de la inflación que conduce a esta última hacia tasas cercanas al 2,4% para finales de año, y tasas por debajo del 2% para 2012, de acuerdo a nuestras previsiones.

Es preciso tener en cuenta que el comportamiento de los productos energéticos podría depararnos alguna sorpresa en forma de pequeñas desviaciones al alza. A pesar de la congelación de la electricidad por parte de Industria, en algún momento en los próximos meses asistiremos a un ajuste del precio más acorde a los costes de producción. Por otra parte, los precios de algunas materias primas, como por ejemplo el gas, pueden experimentar algún pequeño repunte.

Precisamente la energía, con un incremento interanual del 12,4%, ha sido en parte culpable de que la inflación de la eurozona se disparase hasta el 3,0% en el mes de septiembre. El otro gran factor responsable es el cambio metodológico, introducido por Eurostat, para la estimación de los precios estacionales.

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO POR GRUPOS DE COMPONENTES

Septiembre

	Índices (*)	% variación mensual		% variación s/diciembre anterior		% variación anual	
		2010	2011	2010	2011	2010	2011
Por clases de gasto							
Alimentos y bebidas no alcohólicas	110,5	0,1	0,2	0,0	1,5	0,1	2,3
Bebidas alcohólicas y tabaco	149,5	0,0	3,5	8,6	3,0	8,6	9,3
Vestido y calzado	95,4	3,7	3,9	-11,5	-12,1	0,0	-0,1
Vivienda	125,0	0,1	0,1	3,6	5,1	4,2	7,2
Menaje	108,7	0,4	0,3	0,1	0,1	0,8	1,0
Medicina	95,8	0,0	0,1	-0,6	-0,5	-0,5	-1,1
Transporte	118,3	0,1	0,6	6,1	4,8	6,8	7,9
Comunicaciones	97,6	0,0	0,1	-0,5	-1,0	-0,5	-1,2
Ocio y cultura	98,0	-2,3	-2,4	-0,6	0,5	-0,7	0,0
Enseñanza	117,9	0,6	0,6	0,7	0,7	2,5	2,3
Hoteles, cafés y restaurantes	115,6	-1,0	-1,1	1,9	1,7	1,5	1,4
Otros	115,5	0,1	0,1	2,2	2,2	2,6	2,8
Agrupaciones							
Alimentos con elaboración	117,5	0,1	0,8	0,9	2,4	1,1	4,1
Alimentos sin elaboración	109,9	0,1	0,3	1,6	0,3	1,3	1,3
Conjunto no alimentario	111,1	0,1	0,1	0,8	0,8	2,4	3,1
Bienes industriales	108,1	0,8	1,0	0,1	0,1	3,2	4,6
<i>Productos energéticos</i>	136,3	0,2	0,8	9,7	9,9	11,1	15,9
<i>Carburantes y combustibles</i>	133,3	0,3	1,1	12,0	10,1	13,9	16,4
<i>Bienes industriales sin productos energéticos</i>	98,7	1,1	1,1	-3,2	-3,6	0,4	0,5
Servicios	114,3	-0,7	-0,7	1,5	1,6	1,5	1,6
Inflación subyacente (**)	109,2	0,0	0,2	-0,2	0,0	1,1	1,7
ÍNDICE GENERAL	112,1	0,1	0,2	0,9	1,0	2,1	3,1

NOTAS: (*) Base 2006 = 100.

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

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

Aunque la inflación en la eurozona haya sufrido en septiembre un alza de 5 décimas respecto al mes anterior, las previsiones de inflación se mantienen por debajo del 2% para 2012. Dado que el objetivo a medio plazo del Banco Central Europeo (BCE) es precisamente mantener la inflación por debajo de ese 2% en el medio plazo, las presiones para una bajada de tipos de interés continúan.

Sin embargo, este escenario puede tardar en llegar debido a que el nuevo presidente

del BCE, Mario Draghi, querrá asegurarse de que el repunte de la inflación es efectivamente temporal y certificar la desaceleración de la eurozona. Otro tipo de medidas de liquidez sí que podrían tener lugar a más corto plazo.

La comparativa entre el índice de precios al consumo armonizado (IPCA) de la eurozona y España nos permite calibrar la competitividad de la economía española, dado que la primera es nuestro principal socio comercial. La variación interanual

La inflación de la eurozona aumentó 5 décimas respecto al mes anterior.

INDICADORES DE INFLACIÓN

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

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

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

(**) Excepto energía.

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

España cierra en septiembre el diferencial de inflación con la eurozona.

tanto de España como de la eurozona se situó en el 3,0%. Desde el pasado agosto de 2010 ambas tasas no coincidían, y este último dato parece confirmar la senda de recuperación de competitividad en la que se ha embarcado España. Aun así, debemos ser muy prudentes hasta comprobar el peso jugado por el cambio metodológico de Eurostat en el cierre del diferencial de inflación con la eurozona.

En resumen, el repunte experimentado por la inflación en el mes de septiembre no es más que un alto en el camino en la senda descendente que han enfilado los precios tanto en España como en la eurozona. La renuencia de los productos energéticos a encarar este descenso puede suponer una ralentización de una marcha que se antoja inevitable dado el contexto de fuerte desaceleración de la economía europea, incluida España.

Sector exterior

El déficit comercial, a expensas del petróleo y de la economía europea

El déficit comercial de agosto aumentó un 10,4% interanual, poniendo fin a cuatro meses consecutivos de corrección. Este mayor desequilibrio fue fruto del repunte de las importaciones, en un 17,5% interanual, tras su moderada caída de julio. A pesar de dicho deterioro eventual, todo apunta a que el sector exterior se mantendrá como el principal motor de la economía durante el segundo semestre del año. La debilidad de la demanda interna, que reducirá

el ritmo de crecimiento de las importaciones, jugará a su favor. Sin embargo, existen dos factores que determinarán la evolución futura del saldo comercial: el ritmo de crecimiento de la economía europea y la evolución de los precios del petróleo.

En efecto, cerca de dos tercios de los bienes españoles exportados durante 2011 tuvieron como destino algún país de la Unión Europea. El buen comportamiento de las exportaciones hacia estos países, con un crecimiento del 19,3% interanual en agosto, permitió que el saldo comercial con el

El déficit comercial aumenta un 10,4% interanual en agosto.

COMERCIO EXTERIOR

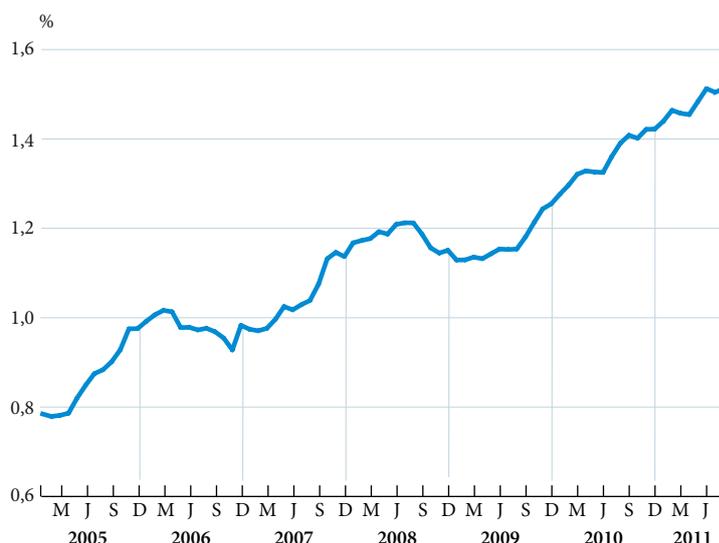
Enero-agosto 2011

	Importaciones			Exportaciones			Saldo	
	Millones de euros	% variación anual en valor	% participación	Millones de euros	% variación anual en valor	% participación	Millones de euros	Tasa de cobertura (%)
Por grupos de productos								
Energéticos	36.577	26,6	21,4	8.672	58,5	6,2	-27.905	23,7
Bienes de consumo	39.224	2,0	22,9	45.360	12,8	32,3	6.136	115,6
<i>Alimenticios</i>	10.470	6,2	6,1	16.825	8,9	12,0	6.355	160,7
<i>No alimenticios</i>	28.754	0,6	16,8	28.536	15,2	20,3	-218	99,2
Bienes de capital	11.107	-2,5	6,5	12.278	21,9	8,7	1.171	110,5
Bienes intermedios no energéticos	84.164	11,8	49,2	74.132	17,2	52,8	-10.033	88,1
Por áreas geográficas								
Unión Europea	89.288	5,5	52,2	92.625	15,3	66,0	3.337	103,7
<i>Zona del euro</i>	72.463	6,5	42,4	73.887	11,9	52,6	1.424	102,0
Otros países	81.784	17,9	47,8	47.817	23,6	34,0	-33.967	58,5
<i>Rusia</i>	6.171	56,1	3,6	1.623	35,3	1,2	-4.548	26,3
<i>EEUU</i>	6.980	17,2	4,1	5.494	29,0	3,9	-1.485	78,7
<i>Japón</i>	2.143	-7,8	1,3	1.150	23,4	0,8	-992	53,7
<i>América Latina</i>	10.970	20,3	6,4	8.118	26,6	5,8	-2.851	74,0
<i>OPEP</i>	18.132	20,9	10,6	5.464	24,5	3,9	-12.669	30,1
<i>Resto</i>	37.389	13,1	21,9	25.967	20,8	18,5	-11.422	69,5
TOTAL	171.072	11,1	100,0	140.442	18,0	100,0	-30.630	82,1

FUENTES: Ministerio de Economía y elaboración propia.

LAS EXPORTACIONES HACIA CHINA SIGUEN GANANDO IMPORTANCIA

Peso de las exportaciones españolas destinadas hacia China respecto al total



FUENTES: Ministerio de Economía y elaboración propia.

La desaceleración de la economía europea significa un riesgo para las exportaciones.

Las importaciones energéticas crecen un 27,7% interanual en agosto, impulsadas por el elevado precio del crudo.

El déficit corriente acelera su ritmo de contracción en julio.

conjunto de la Unión Europea fuera favorable para España. Esta situación no se producía desde el año 1986. Destacan los casos de Francia y Portugal, donde los superávits, acumulados durante los últimos doce meses, alcanzaron los 9.336 y los 7.837 millones de euros respectivamente.

Ante estos datos, no cabe duda de que el menor pulso económico esperado en Europa para los próximos trimestres supondrá un freno en la demanda externa de bienes españoles. Sin embargo, el impulso de las exportaciones hacia países con una menor tradición comercial con España podría absorber parte de dicha reducción. Un claro ejemplo es el de China. Como se observa en el gráfico anterior, el volumen de exportaciones destinadas hacia el gigante asiático ha ido ganando importancia durante los últimos años.

Por otro lado, la evolución del precio del petróleo también jugará un papel importante en el desequilibrio comercial futuro. De hecho, el déficit comercial energético acumulado entre septiembre de 2010 y

agosto de 2011 alcanzó los 39.921 millones de euros. Ello representó más del 80% del déficit comercial total en este periodo. La intensa escalada del precio del crudo desde septiembre de 2010, superando holgadamente los 100 dólares por barril, explica este desequilibrio. El desglose de las importaciones energéticas en este periodo lo corrobora. Así, a pesar de que estas crecieron un 27,7% interanual en agosto, su incremento en términos reales fue tan solo del 2,7% en el mismo periodo.

El estancamiento futuro del precio del crudo, sin descartar ligeras caídas, podría reducir la presión sobre el déficit comercial durante los próximos trimestres.

El déficit corriente cae a pesar del mayor coste de los intereses

En este contexto, el déficit corriente acumulado durante los últimos doce meses aceleró su ritmo de contracción en julio, con una caída del 16,3% interanual. Esta corrección fue, en gran medida, fruto del

buen comportamiento de la balanza de bienes, avivado por la reducción de las importaciones. Sin embargo, los datos de comercio exterior pronostican un menor ajuste en agosto. Además de este componente de la balanza corriente destacan, por su evolución antagónica, las partidas de servicios y de rentas.

En el caso de la primera, el superávit de la balanza de servicios acumulado durante los últimos doce meses alcanzó los 31.456 millones de euros, un 20,9% más que el registrado en el mismo periodo del año anterior. El despegue del turismo fue el principal motivo. Ello se observa con la evolución de los ingresos turísticos, que se situaron, en julio, cerca del máximo histórico de 2008. El buen tono de la economía europea y los conflictos armados en el

Norte de África incrementaron la entrada de visitantes extranjeros.

Sin embargo, existen riesgos de una desaceleración en el ritmo de crecimiento del turismo a partir de 2012. Al mismo tiempo, esperamos que el déficit de la balanza de rentas siga aumentando. Este alcanzó, entre agosto de 2010 y julio de 2011, los 26.787 millones de euros, con un aumento del 14,8% interanual. El incremento de los pagos, debido al mayor coste de financiación de la deuda pública y privada española, es uno de los principales motivos. Se espera que las tensiones en los mercados de financiación mantengan esta tendencia durante los próximos trimestres, moderando la corrección del déficit corriente a medio plazo.

Aumenta el déficit de rentas debido a los mayores costes de financiación de la deuda española.

BALANZA DE PAGOS

Julio 2011

	Acumulado año		Doce últimos meses		
	Saldo en millones de euros	% variac. anual	Saldo en millones de euros	Variación anual	
				Absoluta	%
Balanza corriente					
Balanza comercial	-23.344	-16,6	-42.510	6.080	-12,5
Servicios					
<i>Turismo</i>	17.157	14,7	29.158	2.890	11,0
<i>Otros servicios</i>	1.572	-	2.298	2.539	-
Total	18.729	24,3	31.456	5.429	20,9
Rentas	-18.174	36,4	-26.787	-3.444	14,8
Transferencias	-6.129	4,8	-7.400	771	-9,4
Total	-28.919	-9,9	-45.241	8.836	-16,3
Cuenta de capital	3.025	-27,6	5.142	-764	-12,9
Balanza financiera					
Inversiones directas	-6.231	-	-9.353	-15.020	-
Inversiones de cartera	5.386	-	44.128	15.380	53,5
Otras inversiones	31.593	-	63.188	114.815	-
Total	30.748	-	97.962	115.176	-
Errores y omisiones	-10.691	306,4	-10.514	-5.586	113,3
Variación de activos del Banco de España	5.836	-91,5	-47.349	-117.263	-

NOTA: El saldo resultante de la suma de la balanza corriente, de la cuenta de capital y de la balanza financiera se compensa por la variación de activos del Banco de España más los errores y omisiones.

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

Sector público

El aumento de la quita en la deuda pública griega, hasta el 50%, repercute sobre los mercados de deuda soberana europeos.

El objetivo de déficit parece difícil de alcanzar

Los mercados europeos de deuda pública siguen centrando la atención internacional y la principal incógnita sigue siendo la situación de la economía helena y la capacidad para estabilizar su deuda pública. En este sentido, las discusiones sobre la necesidad de aumentar la quita en la deuda griega por encima del 21% previsto inicialmente mantienen en vilo al sector financiero europeo. Sin embargo, parece que los principales líderes europeos finalmente han decidido tomar medidas de calado. Se espera que en la cumbre de finales de octubre definan las condiciones del proceso de recapitalización de la banca europea y el mecanismo que permita al

FEEF aumentar su capacidad crediticia para evitar el contagio.

Estas medidas pretenden restituir la confianza de los inversores en los mercados de deuda pública. Un hecho que, por ejemplo, ya ha ocurrido en Irlanda. La intensa corrección de los desequilibrios fiscales y el buen pulso de la economía irlandesa han permitido disminuir las presiones sobre su deuda pública durante los últimos tres meses. En clave española, por el contrario, las agencias de *rating* volvieron a rebajar la calificación crediticia de la deuda pública en octubre debido al incremento de las dudas respecto a la solidez de la recuperación económica. Ello aumentó la presión sobre la prima de riesgo de la deuda española, que se situó por

LA NECESIDAD DE FINANCIACIÓN DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS NO SE CORRIGE

Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación del sector público acumulada los últimos cuatro trimestres



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

encima de los 350 puntos básicos durante la segunda mitad de octubre.

Además, existen riesgos de que el déficit público se desvíe de los objetivos marcados por el Gobierno para 2011. Los datos de las cuentas trimestrales no financieras de la Administración pública muestran el estancamiento de la necesidad de financiación en el segundo trimestre de 2011. Como se observa en el gráfico anterior, la necesidad de financiación pública, acumulada durante el último año, representó el 9,2% del producto interior bruto (PIB) en junio. Ello significa una corrección de apenas una décima respecto al nivel de finales de 2010. De hecho, si comparamos los datos del primer semestre de este año respecto al anterior, observamos que la necesidad de financiación aumentó ligeramente, hasta los 41.348 millones de euros.

Dicho estancamiento responde, en parte, a la inercia que presentan algunas partidas de gasto público. Un claro ejemplo son las prestaciones sociales, que incluyen prestaciones por desempleo y pensiones de jubilación, y las transferencias sociales en especie, principalmente educación y sanidad. En ambas partidas se observa que, pese a romper con la senda de crecimiento de periodos anteriores, el gasto apenas se redujo durante el primer semestre del año. Ello contrasta con la reducción de los gastos en materia de formación bruta de capital (inversión) y de remuneración de asalariados, fruto de las medidas de ajuste fiscal. Esta mejora, de 5.313 millones de euros respecto al primer semestre de 2010, fue, sin embargo, neutralizada por el mayor pago de

los intereses de la deuda pública y la menor recaudación de impuestos sobre la producción.

Parece complicado que el déficit público alcance el objetivo del 6,0% del PIB marcado en el programa de estabilidad para 2011. Los datos disponibles hasta el momento sitúan los desequilibrios fiscales de las comunidades autónomas como uno de los principales motivos de esta desviación. Además, la evolución de las cuentas del Estado durante el tercer trimestre tampoco invita al optimismo. Así, el déficit de caja acumulado entre enero y agosto se redujo un 9,1% interanual, hasta los 33.682 millones de euros. De mantenerse este ritmo de contracción hasta finales de año, el desequilibrio superaría el objetivo fijado por el Gobierno en tres décimas del PIB. El débil crecimiento de los impuestos y el aumento de los gastos financieros serían los principales motivos.

Como consecuencia, nuestras previsiones del déficit público se han revisado al alza, hasta el 7,5% del PIB para 2011, 1,5 puntos porcentuales por encima del objetivo de consolidación fiscal. Fruto de ello, y del aplazamiento de los procesos de privatización de las loterías del Estado y de los aeropuertos de Barcelona y Madrid, esperamos que la deuda pública española alcance el 69,7% del PIB en el mismo periodo. Por lo tanto, a pesar de la posible desviación del déficit público español para este año, el nivel de deuda se mantendrá a niveles relativamente reducidos en comparación con los principales países europeos.

La necesidad de financiación del sector público se mantiene en el 9,2% del PIB en junio.

La menor inversión pública y el recorte salarial reducen los gastos públicos en 5.313 millones de euros durante el primer semestre.

Revisamos al alza nuestra previsión de déficit para 2011 hasta el 7,5% el PIB.

Ahorro y financiación

Se eleva hasta el 9% la nueva ratio de capital exigida a los principales bancos europeos.

El sector privado sigue reduciendo su endeudamiento

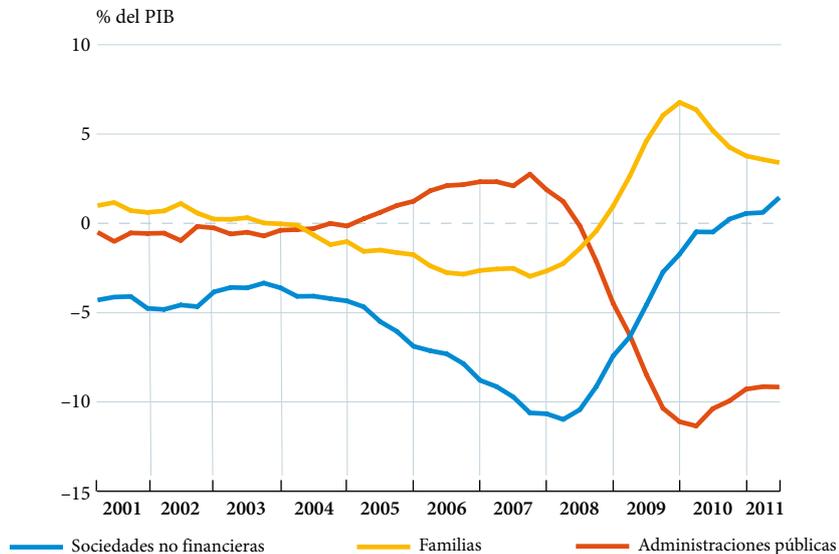
La banca europea deberá recapitalizarse. Finalmente, las tensiones en los mercados de deuda soberana, en especial de los países periféricos, han obligado a tomar medidas para reforzar la solvencia de los principales tenedores de deuda pública, los bancos. Con ello se pretende restablecer la confianza en los mercados de financiación mayoristas respecto a la salud de las entidades financieras y, por lo tanto, facilitar la canalización del crédito hacia los distintos sectores de la economía. Sin embargo, la necesidad de un mayor capital inmovilizado por parte de las entidades podría, a corto plazo, dificultar la concesión de crédito. En el caso español, esta

situación tendría lugar en un contexto de ralentización del crecimiento económico y desapalancamiento del sector privado. Todos estos factores apuntan hacia nuevas caídas del crédito en lo que queda de 2011 y 2012.

Sin duda, no deja de sorprender que la decisión de recapitalizar las principales entidades bancarias europeas surja solo tres meses después de superar las pruebas de resistencia. El motivo es que en los escenarios simulados por la Autoridad Bancaria Europea no se contemplaba la posibilidad de una quita en los bonos de deuda pública en posesión de los bancos. Con los acontecimientos de los últimos meses, este escenario parece más probable. Es por ello por lo que los nuevos requerimientos de capi-

EL SECTOR PRIVADO ES PRESTAMISTA NETO DURANTE LA PRIMERA MITAD DE 2011

Necesidad (-) o capacidad (+) de financiación de los sectores institucionales



FUENTE: Banco de España.

tal se elevan cuatro puntos porcentuales, hasta el 9,0% de los activos ponderados por riesgo. Además, se aplican descuentos en el valor de los títulos de deuda soberana de los países periféricos. Las reducciones oscilan entre el 50% aplicado a los bonos griegos y el 2% a los españoles. Estas medidas afectarán solamente a aquellas entidades con un tamaño suficientemente grande como para que su quiebra pudiera poner en jaque el conjunto del sistema financiero europeo, también denominadas entidades sistémicas.

Por lo que se refiere al caso español, son cinco las entidades que deberán ceñirse a estas nuevas ratios de capital. No obstante, el sector financiero presenta una escasa exposición a la deuda pública griega. Ello y el leve descuento realizado a los bonos españoles sitúan las necesidades de capital adicional del sector en 26.161 millones de euros.

Todo ello tendrá lugar en un contexto en el que el sector privado continuará manteniendo su ritmo de desendeudamiento.

Como muestra el gráfico anterior, el sector privado no financiero español fue prestamista neto entre julio de 2010 y junio de 2011, con una capacidad de financiación equivalente al 4,9% del producto interior bruto (PIB) español. Esta cifra se sitúa cuatro décimas por encima de la registrada a finales de 2010 debido a la mejora de las cuentas de las sociedades no financieras. Como consecuencia, la deuda privada se redujo ligeramente en el segundo trimestre, manteniendo la tendencia iniciada un año atrás. Esto, sin embargo, no fue suficiente para sufragar el total del capital requerido por las administraciones públicas. Durante la primera mitad del año, estas no redujeron prácticamente su necesidad de financiación, manteniéndose en el 9,2% del PIB, por lo que su endeudamiento continuó creciendo.

Los datos disponibles del tercer trimestre muestran el mantenimiento de esta tendencia, con una clara disminución de la financiación al sector privado, especialmente en lo que se refiere a los préstamos

Las principales entidades españolas requerirán capital adicional por importe de más de 26.000 millones de euros.

La capacidad de financiación del sector privado no financiero se sitúa en el 4,9% del PIB en junio de 2011.

FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS (1)

Agosto 2011

	Saldo	Variación año actual	Variación 12 meses	% participación
	Millones de euros	Millones de euros	% (2)	
Sector privado	2.155.875	-54.528	-1,5	75,6
Empresas no financieras	1.277.603	-34.236	-1,1	44,8
<i>Préstamos de entidades residentes (3)</i>	857.223	-40.252	-3,4	30,1
<i>Valores distintos de acciones</i>	65.739	2.914	7,4	2,3
<i>Préstamos del exterior</i>	354.641	3.101	3,5	12,4
Hogares (4)	878.272	-20.292	-2,0	30,8
<i>Préstamos para la vivienda (3)</i>	670.240	-9.719	-1,1	23,5
<i>Otros (3)</i>	204.601	-10.684	-5,0	7,2
<i>Préstamos del exterior</i>	3.430	111	6,2	0,1
Administraciones públicas (5)	696.388	54.586	13,7	24,4
TOTAL	2.852.526	321	2,2	100,0

NOTAS: (1) Residentes en España.

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

(3) Incluyen préstamos titulizados fuera del balance bancario.

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

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

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

El crédito a otros sectores residentes se reduce un 3% entre diciembre y agosto.

bancarios. Así, la deuda en manos del sector privado se redujo en 54.528 millones de euros durante los ocho primeros meses del año, lo que significa una caída del 2,5% interanual. Esta contracción afectó de forma igual a hogares y empresas no financieras. Si nos centramos solamente en el crédito bancario a los otros sectores residentes, observamos cómo en este mismo periodo la caída del saldo vivo crediticio fue del 3,0% en el mismo periodo.

Todo apunta hacia nuevas reducciones del crédito durante los próximos trimestres. Por un lado, el cierre de los mercados mayoristas no permitirá reducir los tipos de interés de las nuevas operaciones crediticias. De hecho, durante los ocho primeros meses del año, el coste de la financiación aumentó en un punto porcentual para los hogares. Las empresas también registraron un importante aumento, de siete décimas en el mismo periodo. Por otro lado, la ralentización de la recuperación económica prevista durante los próximos trimestres seguirá debilitando la demanda de crédito.

Ambos factores, la caída del saldo crediticio y el menor pulso de la economía española, presionarán la tasa de morosidad al alza. En agosto esta repuntó hasta el 7,15%, 22 puntos básicos por encima del nivel

registrado el mes anterior. El deterioro de la cartera inmobiliaria se vislumbra como uno de los principales motivos. El reducido dinamismo de la actividad inmobiliaria y el ajuste del precio de la vivienda centran en este sector gran parte de los riesgos que deberá afrontar el sistema financiero español de cara al futuro.

Unos riesgos que, en caso de acabar convirtiéndose en pérdidas, podrían, en parte, ser asumidas por el Fondo de Garantía de Depósitos de las entidades financieras, tras la aprobación del decreto ley del 14 de octubre. Con esta normativa, que ha unificado los fondos de garantía de bancos, cajas y cooperativas, se pretende que el propio sector bancario cubra los costes netos que puedan acontecer en su proceso de reestructuración.

El ahorro de las familias sigue reduciéndose

La tasa de ahorro de los hogares mantuvo, en el primer trimestre de 2011, el perfil descendiente que inició un año atrás, hasta situarse en el 12,8% de la renta disponible en términos acumulados de cuatro trimestres. Esta cifra se aleja del máximo alcanzado en 2009, cuando el ahorro de precaución de las familias lo situó por

El Fondo de Garantía de Depósitos asumirá las pérdidas resultantes de la reestructuración.

PASIVOS DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO FRENTE A EMPRESAS Y FAMILIAS

Agosto 2011

	Saldo	Variación año actual		Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%	
A la vista	262.999	1.233	0,5	5.053	2,0	18,8
De ahorro	202.760	-8.528	-4,0	-8.741	-4,1	14,5
A plazo	727.919	-15.730	-2,1	737	0,1	52,2
En moneda extranjera	18.356	-1.026	-5,3	-1.205	-6,2	1,3
Total depósitos	1.212.033	-24.051	-1,9	-4.156	-0,3	86,9
Resto del pasivo (*)	183.384	-19.628	-9,7	634	0,3	13,1
TOTAL	1.395.418	-43.679	-3,0	-3.522	-0,3	100,0

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

encima del 18%. Esperamos que la tasa de ahorro siga reduciéndose hasta situarse en el 11,4% a finales de 2011.

Los datos referentes a los pasivos de las entidades se alinean con esta previsión. Así, los pasivos bancarios en manos de familias y empresas registraron una contracción interanual del 0,3%. Como se observa en la tabla anterior, esta caída responde a la evolución de los depósitos a corto plazo, particularmente de las cuentas de ahorro. Los depósitos a plazo, por su lado, se mantuvieron prácticamente estancados durante el mismo periodo. Parte de la contracción de los depósitos se debe a la caída de los tipos de interés de las nuevas operaciones de depósitos que, en el caso de los hogares, se redujeron en 8 puntos básicos. Esta menor remuneración mantiene la tendencia iniciada un mes atrás, tras la entrada en vigor del decreto que limita los tipos de interés ofertados por los depósitos bancarios.

El cierre de los mercados mayoristas de financiación desde finales de agosto habría reactivado la competencia entre las entidades financieras para captar depósitos de minoristas. Como consecuencia, es posible que los datos de septiembre muestren cierto repunte tanto en los tipos de interés como en el volumen de depósitos. Sin embargo, existen dos factores que pueden frenar rápidamente este aumento. En primer lugar, la inyección de liquidez por parte del Banco Central Europeo al sector bancario en octubre, retomando las subastas a doce meses. Ello reducirá las necesidades de financiación a corto plazo de las entidades financieras. En segundo lugar, la utilización de nuevos instrumentos distintos a los depósitos para captar fondos minoristas. Estos, como es el caso de los pagarés, evitan tener que cumplir las condiciones del decreto mencionado anteriormente.

Nueva reducción de la tasa de ahorro de los hogares hasta el 12,8%.

Estudios y Análisis Económico, "la Caixa"

Publicaciones

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

■ INFORME MENSUAL

Informe sobre la situación económica (disponible también en inglés)

■ ANUARIO ECONÓMICO DE ESPAÑA 2011

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

■ COLECCIÓN COMUNIDADES AUTÓNOMAS

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

■ CÁTEDRA "la Caixa" ECONOMÍA Y SOCIEDAD

1. El tiempo que llega. Once miradas desde España José Luis García Delgado (editor)

■ DOCUMENTOS DE ECONOMÍA "la Caixa"

15. Factores determinantes del rendimiento educativo: el caso de Cataluña María Gutiérrez-Domènech
16. ¿El retorno del *decoupling*? Mito y realidad en el desacoplamiento de las economías emergentes Àlex Ruiz
17. El crecimiento de China: ¿de qué fuentes bebe el gigante asiático? Claudia Canals
18. Hacia una nueva arquitectura financiera Oriol Aspachs-Bracons, Matthias Bulach, Jordi Gual y Sandra Jódar-Rosell
19. Globalización y *decoupling*. ¿Hacia un mundo emergente desacoplado de las economías avanzadas? Àlex Ruiz
20. Inmigración y mercado laboral: antes y después de la recesión Joan Elías
21. La recuperación del comercio mundial. Lo que la crisis se llevó Marta Noguer
22. Diferencial de inflación con la eurozona: ¿mejora sostenible? Pere Miret

■ "la Caixa" ECONOMIC PAPERS

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

■ DOCUMENTOS DE TRABAJO

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

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

■ ESTUDIOS ECONÓMICOS

35. La generación de la transición: entre el trabajo y la jubilación Víctor Pérez-Díaz y Juan Carlos Rodríguez
36. El cambio climático: análisis y política económica. Una introducción Josep M. Vegara (director), Isabel Busom, Montserrat Colldeforns, Ana Isabel Guerra y Ferran Sancho
37. Europa, como América: Los desafíos de construir una federación continental Josep M. Colomer

Consejo Asesor

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

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

Área de Estudios y Análisis Económico

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

INFORME MENSUAL

Noviembre 2011

CAJA DE AHORROS Y PENSIONES DE BARCELONA

Estudios y Análisis Económico

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

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

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

GRUPO "la Caixa": DATOS MÁS RELEVANTES

a 31 de diciembre de 2010

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

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

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



Informe Mensual edición iPad

La economía desde tu sofá

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

Más información en www.laCaixa.es/estudios

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

© Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona – "la Caixa", 2011

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

