

Informe de coyuntura económica y financiera

Septiembre de 2011

Visión general <i>La marcada ralentización económica condiciona un aumento de la desconfianza, nuevas medidas de política monetaria y dudas sobre el papel de los gobiernos</i>	2
Eventos económicos y financieros recientes	4
Análisis <i>Situación y perspectivas de la corrección del desequilibrio exterior en España</i>	6
Principales indicadores de coyuntura	11

Visión general

La marcada ralentización económica condiciona un aumento de la desconfianza, nuevas medidas de política monetaria y dudas sobre el papel de los gobiernos

El mes de agosto ha estado caracterizado por la confirmación de las señales de ralentización de la economía mundial, más intensa y adelantada en el tiempo a lo que se esperaba al inicio del verano. Si a este elemento se le suma un incremento de la incertidumbre sobre la capacidad institucional y de las políticas macroeconómicas para alcanzar una senda sostenible de crecimiento, el resultado es un rápido y significativo aumento en la aversión al riesgo de los agentes y en la volatilidad de los mercados, ya de por sí con un componente estacional este mes.

Los datos de PIB del segundo trimestre muestran para el conjunto de países de la OCDE el cuarto consecutivo de desaceleración de estas economías. El incremento ha pasado del 1,0% en el segundo trimestre de 2010 al 0,2% un año después. Además, el rango de variación se ha estrechado sustancialmente, oscilando entre la caída del 0,3% en Japón, que todavía recoge los efectos negativos del terremoto, y el aumento del 0,3% en Italia y en los Estados Unidos. El Reino Unido y el área del euro en su conjunto avanzaron un 0,2%, lastrada esta última por los grandes países, con un estancamiento en Francia y un aumento del 0,1% en Alemania y en los Países Bajos, y del 0,2% en España. Sólo las economías no periféricas de menor tamaño mantuvieron un destacado dinamismo, encabezado por Finlandia (1,2%), Austria (1,0%) y Bélgica (0,7%).

Esta situación, combinada con registros nuevamente desfavorables en los indicadores de confianza, anticipan un segundo semestre complicado en las economías desarrolladas, obligadas nuevamente a repensar el *mix* de políticas económicas. Así, en el último año ha existido el consenso para combinar ajustes fiscales con políticas monetarias expansivas, visión que han aplicado, en orden de mayor a menor intensidad, el Reino Unido, los Estados Unidos y el área del euro. En el último caso podría suscitarse más debate respecto al sesgo expansivo de la política monetaria, pero, incluso considerando las subidas de tipos en abril y julio, el propio BCE la ha seguido considerando "acomodatícia".

La debilidad del crecimiento hace, sin embargo, que se ponga en cuestión la conveniencia de realizar ajustes tan severos en el déficit público de forma generalizada y en plazos tan cortos. Así, desde el ámbito presupuestario podría restringirse en menor medida la demanda interna de los países con menores desequilibrios y menos presionados en los mercados financieros, beneficiando así la demanda externa de las economías sujetas a mayores ajustes. Al mismo tiempo, debería transmitirse a los agentes un compromiso de consolidación fiscal de medio y largo plazo, que, con la suficiente credibilidad, permita ciertos estímulos a corto plazo, moderando, por un lado, el coste de financiación, y, por otro lado, permitiendo cierto crecimiento. En esta línea se ha expresado recientemente el FMI, pero, como ellos mismos también reconocen, el equilibrio es complicado.

Por el momento, la recuperación de una perspectiva desfavorable sobre la economía mundial, se ha traducido en una reactivación del papel de los bancos centrales, sin movimientos de envergadura similar en el ámbito político. En los Estados Unidos, la extinción del programa de compra de deuda pública denominado QE2 se interpretó como el inicio de un calendario de retirada de los estímulos extraordinarios adoptados durante la crisis. Sin embargo, en la reunión del comité de política monetaria de agosto, la Reserva Federal anunció que, en el contexto actual, de lenta reducción de la tasa de paro, los tipos de interés de referencia podrían permanecer en los niveles actuales (mínimos del 0,00-0,25%) hasta mediados de 2013. Al mismo tiempo, es previsible que un nuevo programa de compra de títulos del Tesoro sea anunciado pronto.

Por su parte, el BCE también se ha visto obligado a adoptar medidas de cierto calado, dadas las fuertes tensiones soberanas en el área del euro, con un componente importante de contagio a prácticamente todos los países, y con un impacto muy desfavorable en el mercado interbancario. Así, la reducción de la rentabilidad del bono alemán a 10 años desde la reunión extraordinaria del Eurogrupo el 21 de julio, sólo fue secundada en intensidad por Finlandia, los Países Bajos y, en menor medida, Austria. Francia, por su parte, llegó a ampliar el diferencial con Alemania hasta 90 puntos básicos (p.b.) a principios de agosto, máximo desde la creación de la unión monetaria. Y en otras economías la situación fue más desfavorable, con aumentos de los tipos a largo plazo, como sucedió en Italia, España y, de manera más moderada, en Bélgica, alcanzando también todos ellos la prima de riesgo más elevada desde su incorporación al euro, unos 400 p.b. en los dos primeros casos y por encima de 200 p.b. en el segundo.

El mercado interbancario en euros se ha visto especialmente afectado por estos acontecimientos y la mayor aversión al riesgo global, desencadenando nuevos episodios de fuerte desconfianza. La apelación a la facilidad marginal de depósito (léase el excedente que las entidades prefieren dejar al BCE a un tipo de interés 75 p.b. inferior al de referencia antes que llevarlo al interbancario), ha aumentado de un promedio de 35 mil millones de euros entre noviembre de 2010 y julio de 2011 a más de 100 mil millones en agosto. Al tiempo, el volumen de negociación en el mercado EONIA (interbancario a 1 día) ha descendido de una media de 37 mil millones a 27 mil millones en el mismo período.

El efecto sobre los tipos ha sido una fuerte corrección a la baja en los tipos OIS (Overnight Indexed Swaps) y un fuerte aumento de la prima de riesgo interbancaria. El tipo OIS a 3 meses ha pasado del 1,34% tras la subida del tipo de referencia en julio (aplicada el día 13) a valores en torno al 0,9% desde mediados de agosto y el 12 meses del 1,39% a niveles de 0,8%. Por su parte, el diferencial del Euribor al mismo plazo con estas referencias ha aumentado de 27 a 60-70 p.b. y de 79 a unos 120-130 p.b., respectivamente, niveles máximos desde el primer trimestre de 2009.

Frente a esta situación, primero, el Consejo de Gobierno del 4 de agosto prorrogó las subastas ilimitadas de liquidez al menos hasta enero de 2012, una reunión antes de lo normal en las extensiones anteriores, y decidió celebrar una subasta extraordinaria a 6 meses, que se saldó con una demanda cercana a los 50 mil millones de euros. Después, en un comunicado extraordinario el día 7, anunció la reactivación del programa de compra de títulos (SMP en sus siglas en inglés), que no utilizaba prácticamente desde principios de año. En tres semanas ha comprado unos 43 mil millones de euros de deuda pública (hasta un total de 116 mil millones), un componente importante de los cuales serían títulos soberanos de España e Italia, como muestra la fuerte corrección en sus diferenciales respecto a los máximos antes mencionados (hasta unos 280 p.b.). Y en cuanto a los tipos de interés, si bien el cambio de discurso en el Boletín Mensual de agosto ha sido moderado, el entorno actual favorece el mantenimiento del actual 1,50% durante un período prolongado.

Desde la esfera política, la respuesta a los problemas soberanos en el área del euro sigue siendo poco clara y fragmentada, alejada del acuerdo y el multilateralismo necesario para generar confianza. La idea más atractiva que se ha sugerido las últimas semanas ha sido la lanzada por el eje franco-alemán para avanzar en la construcción de una unión fiscal. Antes, sin embargo, tendrán que mitigarse las voces discordantes en torno a los programas de ayuda a los países periféricos, definir el papel del fondo de estabilización (EFSF en sus siglas en inglés) y adoptar una postura común respecto a la emisión de eurobonos. Mientras tanto, prosiguen nuevos anuncios de ajuste fiscal, ahora en Francia, Italia y España, país este último que también ha anunciado la inclusión en la Constitución de un límite a los desequilibrios del sector público.



Eventos económicos y financieros recientes

Los datos del segundo trimestre confirman una desaceleración severa del ritmo de crecimiento en los países desarrollados

- Las señales de moderación económica que se iniciaron en los primeros meses del año, con la pérdida de confianza de empresarios y consumidores, han tenido un impacto negativo en los indicadores de actividad del segundo trimestre del año. El crecimiento del PIB de las principales economías desarrolladas se ha situado por debajo de las expectativas de los analistas, provocando revisiones de las proyecciones de crecimiento económico de medio plazo. En este sentido, el banco de inversión Morgan Stanley revisó sus proyecciones de crecimiento mundial para 2011, hasta un 3,9% (4,2% anterior), y para 2012, con mayor intensidad, hasta un 3,8% (4,5% anterior), en un escenario con riesgos crecientes en las economías desarrolladas, que están sometidas a procesos de ajustes fiscales, en un entorno de incertidumbre financiera.
- El menor ritmo de crecimiento también se ha reflejado en la evolución económica de las economías emergentes, así lo anticipa el indicador adelantado de actividad estimado por la OCDE que ha acelerado su contracción en junio en la mayoría de áreas económicas, mostrando puntos de giro en la actividad con relación a la tendencia, especialmente intensos en algunos países emergentes, como la India o Brasil. Entre las economías desarrolladas las mayores desaceleraciones del indicador adelantado se han observado en el área del euro y en el Reino Unido.

En los EE.UU., la Reserva Federal reconoce un escenario más negativo, que pesará en las perspectivas de calificación de la deuda

- La segunda estimación del PIB del segundo trimestre señala un crecimiento trimestral anualizado del 1,0%, tres décimas por debajo de la anterior estimación, debido a un menor crecimiento de las exportaciones. El crecimiento está siendo menos robusto de lo esperado por la Reserva Federal, en el que los sesgos bajistas han sido más persistentes de lo previsto. Uno de los principales focos de preocupación sigue siendo el mercado laboral, que aunque los datos del mes de julio sorprendieron favorablemente a los analistas, con una creación de 117 mil empleos (75 mil previsto), estas mejoras siguen siendo insuficientes para reducir de manera significativa la tasa de paro, que se mantiene en niveles elevados del 9,1%, una décima por debajo del mes anterior.
- En el medio plazo, la Fed considera que el escenario de capacidad excedente y de inflación contenido hace probable que el tipo de interés no sea modificado al menos hasta mediados de 2013. Por otra parte, no ha habido, hasta la fecha, novedades en cuanto a la política de compra de deuda pública, aunque la Fed mantiene que está preparada para adoptar las medidas necesarias para promover el crecimiento económico. Es probable que los estímulos monetarios adicionales se anuncien en la próxima reunión del mes de setiembre, aunque algunas de las medidas se comenzaron a discutir en la anterior.
- Demócratas y republicanos acuerdan elevar el techo de deuda pública, asumiendo como contrapartida la reducción del déficit público en los próximos años. A pesar del acuerdo, la agencia de cualificación *Standards&Poor's* rebajó en un escalón el rating de los títulos soberanos de los EE.UU., que abandona así la calificación máxima.

El crecimiento económico en Alemania se sitúa cerca del estancamiento en el segundo trimestre del año, en un entorno de elevadas tensiones en los mercados de deuda

- El PIB del segundo trimestre del año se ha desacelerado con intensidad en el conjunto del área del euro, hasta el 0,2% trimestral, muy por debajo del 0,8% del trimestre anterior. Por economías se ha observado una convergencia en el ritmo de crecimiento, por lo que el conjunto de países registran crecimientos modestos, entre el 0,1% de Alemania y el 0,3% de Italia. Sólo las economías centrales de menor tamaño han registrado crecimientos relativamente sólidos, como es el caso de Finlandia (1,2%), Austria (1,0%) y Bélgica (0,7%).
- En paralelo a la evolución desfavorable de la economía real, la crisis de deuda soberana se ha intensificado provocando un reforzamiento de las medidas de liquidez del BCE prolongando las subastas ilimitadas a una semana y a un mes al menos hasta el 17 de enero de 2012, realizar tres subastas ilimitadas adicionales a 3 meses en octubre, noviembre y diciembre de este año, junto a la subasta extraordinaria a seis meses que realizó el pasado 11 de agosto. Al

mismo tiempo, el BCE ha reactivado el programa de compra de deuda pública (SMP), que permanecía sin uso desde la primavera, con la adquisición de un total de 43 mil millones de euros, aumentando la deuda en su poder hasta los 116 mil millones de euros.

La economía española se desacelera en el segundo trimestre del año, hasta un 0,2%, debido a la mayor contribución negativa de la demanda interna

- El dato final del segundo trimestre de 2011 confirma la desaceleración del crecimiento, hasta el 0,2%, dos décimas menos que el anterior, que ha sido revisado al alza en una décima, hasta el 0,4%. En términos interanuales, se reduce el crecimiento en dos décimas, hasta el 0,7%, reflejo de una mayor contribución negativa de la demanda interna, de 1,9 puntos porcentuales, muy superior a los 0,4 del trimestre anterior. Todo el crecimiento se ha explicado por la contribución positiva de la demanda externa, que se ha duplicado respecto al primer trimestre, hasta los 2,6 puntos porcentuales.
- La mayor contribución de la demanda externa ha sido reflejo de una mejor evolución de las exportaciones respecto a las importaciones, aunque en términos trimestrales se ha observado una contracción significativa en ambos flujos exteriores. Las exportaciones se contraen en su conjunto un 1,9% trimestral, arrastradas por la reducción de las de bienes, un 5,2%, mientras que las de servicios avanzan con intensidad, un 5,4%. De la misma manera, las importaciones se contraen un 3,7%, reflejo de la caída del 4,4% de bienes y del 1,2% de servicios.
- Los componentes de demanda interna reflejan una evolución trimestral desfavorable en su conjunto, lastrada principalmente por la caída del consumo público (-2,4% trimestral) y la inversión (-1,0%), entre la que destaca negativamente el moderado avance de la inversión en equipo y, positivamente, la contracción moderada de la construcción, mínima de los últimos años. El consumo privado ha repuntado un 0,6%, después de mantenerse estancado el trimestre anterior, aunque en términos interanuales recupera registros negativos, del 0,2%, tras cuatro trimestres de crecimientos.

Extrema volatilidad y aumento de la aversión al riesgo en los mercados financieros

- Este mes ha estado cargado de referencias en los mercados financieros, que se han movido condicionados por noticias negativas y un incremento de la aversión al riesgo que ha provocado una volatilidad extrema. Entre los eventos que han tenido un mayor impacto en el conjunto de mercados ha sido la rebaja del rating de deuda a los EE.UU., por parte de S&P, la revitalización del programa de compra de deuda pública del BCE y la perspectiva de 2 años más con tipos mínimos de la Fed.
- Los principales índices bursátiles han presentado caídas muy significativas, alcanzando en algunos momentos del mes mínimos anuales. Las mayores caídas se han localizado en Europa, afectando con mayor virulencia al sector bancario, que ha acumulado retrocesos en torno al 30% en las fases de mayor incertidumbre. Situación que ha llevado a las autoridades correspondientes de España, Italia, Francia y Bélgica a restringir las posiciones cortas en valores del sector financiero, lo que ha permitido amortiguar las pérdidas en el sector (en torno al 20% a finales de mes).
- En los mercados de deuda soberana, las menores expectativas de crecimiento han continuado presionando a la baja las rentabilidades en las principales economías. En los EE.UU., a pesar de la revisión de rating, el tipo a 10 años cierra el mes en el 2,18%, aunque en determinados momentos del mes ha alcanzado mínimos históricos, en torno al 2,07%. De la misma manera, el bono alemán a 10 años se sitúa a finales de mes en el 2,15%, cerca de mínimos (2,10%). Respecto a los diferenciales de deuda de los países periféricos del área del euro, la incertidumbre y volatilidad establecida en los mercados a principios de mes provocaron repuntes hasta máximos en Italia y España, que tuvieron un impacto negativo por primera vez en Francia, que remitieron tras la intervención del BCE en el mercado secundario de deuda.
- En el mercado de materias primas, la aversión al riesgo ha impulsado el precio del oro a máximos históricos, cerca de los 1.900 dólares por onza. Mientras, que el precio del petróleo se ha mantenido en niveles en torno a los 115 dólares por barril de Brent.
- En el mercado de divisas, ha continuado una presión bajista sobre el euro y el dólar, lo que mantiene posiciones activa de los bancos centrales con monedas más fuertes, Japón y Suiza principalmente.



Análisis

Situación y perspectivas de la corrección del desequilibrio exterior en España

La crisis comportó para la economía española una sustancial reducción de sus necesidades de financiación en el exterior, como consecuencia del aumento del ahorro y de la contracción de la inversión del sector privado, que ha compensado la ampliación del déficit público en este período. El proceso, sin embargo, se ha ralentizado desde el año pasado, no sólo por factores estructurales¹, sino también por elementos coyunturales, como el estímulo fiscal al consumo en 2010, el encarecimiento de las materias primas y el aumento del coste de financiación. Por el contrario, algunos factores se han tornado más positivos en 2011, como el empuje exportador y la buena temporada turística. Los riesgos a corto plazo están concentrados en un escenario de intensa ralentización en los principales socios comerciales² y en la persistencia de turbulencias en los mercados soberanos y sus efectos sobre la capacidad de financiación exterior.

La reducción de las necesidades de financiación se frena en el último año y se estabiliza en torno al 4% del PIB por el menor superávit de los hogares e instituciones financieras frente a la mejoría de empresas y sector público

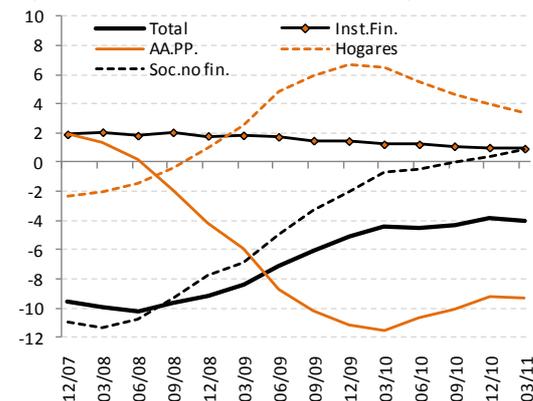
El sector privado no financiero registró en 2007 unas necesidades de financiación del 13,4% del PIB (un 11,0% las empresas y un 2,4% los hogares), apenas compensadas por el 1,9% de superávit tanto de las instituciones financieras como de las Administraciones Públicas (AA.PP.). Apenas dos años después, eran estas últimas las que mostraban el mayor gap con un 11,1% del PIB y el sector privado no financiero tenía un superávit del 4,6% (un 6,6% los hogares y un déficit del 2,1% las empresas), mientras las instituciones financieras lo habían reducido parcialmente (hasta el 1,4%). En conjunto, las necesidades de financiación exterior se habían moderado del 9,6% en 2007 al 5,1% del PIB en 2009. Destaca en este período el aumento de la tasa de ahorro (10,0 puntos) y la reducción de la tasa de inversión (6,9 puntos menos) del sector privado y el hundimiento de la primera en el caso del sector público (12,1 puntos menos).

Necesidades de financiación exterior de la economía española durante la crisis*

En porcentaje del PIB

Gráfico 1

Capacidad/necesidad de financiación por sectores

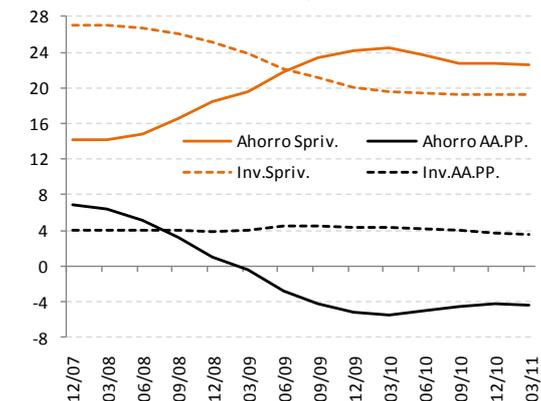


*Acumulado en los últimos cuatro trimestres

Fuente: elaboración propia a partir del INE

Gráfico 2

Tasas de ahorro e inversión por sectores



¹ A este respecto puede leerse el recuadro "Las dificultades para la corrección del déficit exterior español" en el Informe sobre la Coyuntura Económica número 129 publicado en abril de 2010 por Caixa Catalunya. En la misma línea, las previsiones de la Comisión Europea de mayo de 2011 situaban las necesidades de financiación de la economía española en el 3,6% en 2011 y en el 3,5%, mientras que las del panel de Funcas de julio anticipan un saldo negativo en la cuenta corriente del 3,9% este año y del 3,5% el próximo. El FMI, por su parte, en las previsiones de abril pasado recogía un déficit corriente no inferior al 3,5% hasta 2016.

² Ver "Impacto sobre el sector exterior español de una desaceleración del crecimiento en el área del euro" en el Informe de Coyuntura Económica y Financiera de agosto de 2011 de CatalunyaCaixa.

En 2010 aún se redujeron en mayor medida las necesidades de financiación exterior, pasando al 3,9% del PIB, nivel mínimo desde 2003. Sin embargo, ya el año pasado se observó un estancamiento de la corrección en el segundo y en el tercer trimestre, escenario que se replicó en el primer trimestre de 2011 (aumentó una décima hasta el 4,0%). Y esto ha sido así porque la mejoría del saldo de las empresas no financieras, que en 2010 entraron por primera vez en superávit desde 1996 (0,4%), y la reducción del déficit público (casi 2 puntos hasta el 9,2%), ha sido contrarrestada por la disminución del excedente en los hogares, que se ha reducido a la mitad en poco más de un año (del 6,6% en 2009 al 3,4% en el primer trimestre de 2011) por su menor tasa de ahorro (del 12,5% al 8,1% en el mismo período), y en las instituciones financieras (cinco décimas menos hasta el 0,9% en el mismo período) por la contracción de márgenes.

El encarecimiento del petróleo y de la financiación, así como el mayor endeudamiento público, anulan los últimos trimestres la mejoría de las balanzas de bienes no energéticos, servicios totales y de transferencias (corrientes y de capital)

Este esquema, en el que las correcciones en la situación financiera de unos sectores de la economía son compensadas por otros, es indicativo del difícil equilibrio que plantea la estructura productiva española para crecer y reducir sus necesidades de financiación de forma simultánea. También, cabe decir que la evolución reciente muestra algunos elementos coyunturales de distorsión. Para analizar ambos aspectos se describe a continuación el comportamiento de las diferentes balanzas en la cuenta corriente y de capital.

La balanza comercial registró en 2007 un desequilibrio máximo del 8,7% del PIB, que en 2009 se había reducido a menos de la mitad, un 4,0%, consecuencia de una fuerte contracción de las importaciones de bienes. En 2010, el déficit se volvió a ampliar, cuatro décimas hasta el 4,4%, resultado de un deterioro en la balanza energética superior a la mejora registrada en la no energética. La evolución de la primera se explica fundamentalmente por la del precio del petróleo, que pasó de un promedio de 44 euros por barril de Brent en 2009 a 60 euros en 2010. En cuanto a los bienes no energéticos, la reducción en su déficit se concentró en la mejora de saldos en los segmentos de bienes de consumo de alimentación, automóviles y maquinaria, en un contexto de mayor impulso exportador por la recuperación de los principales socios comerciales en Europa, pero también de agotamiento del programa de ayuda para la compra de automóviles en España, y con una mejora frenada por el alto contenido de importaciones en las ventas al exterior.

En cuanto a la evolución más reciente, el acumulado de 12 meses hasta mayo de 2011 muestra una ligera reducción del déficit comercial, una décima hasta el 4,3% del PIB. En este período, el precio del barril de petróleo promedió 69 euros, deteriorando más la balanza energética, mientras que el resto de bienes mantuvo el mayor aumento de las exportaciones que de las importaciones. Si se comparan sólo los 5 primeros meses de 2011, la reducción del déficit ha sido mayor, cinco décimas respecto al mismo período de 2010 hasta un 4,0%, y también la asimetría entre balanzas, con un precio del petróleo promedio en 80 euros frente a los 58 euros de un año antes, y un mínimo de déficit en los bienes no energéticos, con un récord de superávit en los de consumo y un saldo positivo por primera vez en los de capital.

La balanza de servicios ha mostrado una mejoría permanente durante la crisis, pasando de un superávit del 2,2% del PIB en 2007 al 2,4% en 2008 y en 2009, al 2,6% en 2010 y al 2,8% en el acumulado de 12 meses hasta mayo de 2011. La diferencia de seis décimas entre la primera y la última cifra se explican exclusivamente por la reducción de los pagos al exterior, concentrada en 2009. Los ingresos muestran un saldo de variación nulo en el período, si bien desde 2010 registran una mejora, tanto en el segmento turístico como no turístico. Cabe destacar que en este último caso se ha alcanzado desde el año pasado una posición superavitaria, explicada por los servicios de construcción e informáticos.

La balanza de rentas (en su gran mayoría de capital) mostró una ampliación sostenida de su déficit entre 2003 y 2008, pasando de un saldo negativo del 1,3% del PIB al 3,3%. Este deterioro se explica por el aumento de la deuda neta frente al exterior, amplificado con el aumento del coste de financiación desde finales de 2005. La estabilización del apalancamiento y la reducción de tipos de interés a raíz de la crisis, así como el aumento de los dividendos de la

inversión directa en el extranjero, redujeron en 2009 y en 2010 el déficit al 2,8% y el 2,1%, respectivamente. Cabe señalar, sin embargo, que las rentas de capital abonadas por las AA.PP. sí se han incrementado con relación a 2008, como consecuencia del aumento de la deuda pública y de las primas de riesgo, pasando del 0,8% al 1,0% del PIB en 2010. Esta situación ha presionado el saldo total, que en los 12 meses acumulados hasta mayo de 2011 aumentó el déficit una décima hasta el 2,2%.

Finalmente, las balanzas de transferencias, que venían mostrando un deterioro los años previos a la crisis, han corregido esta tendencia desde 2008. En el caso de las transferencias corrientes, de un saldo negativo del 0,9% ese año se ha pasado a un 0,6% en los 4 trimestres acumulados hasta el primero de 2011, tanto por un aumento de los ingresos como un descenso de los pagos. Esta misma situación se ha replicado en el saldo de remesas, que se ha estabilizado en torno a un 0,2% del PIB después del máximo del 0,3% en 2007. En cuanto a la balanza de capital, el superávit aumentó dos décimas en 2010 hasta el 0,6%.

Saldo de la balanza corriente y de capital

En porcentaje del PIB

Gráfico 3

Balanzas Aduanas)

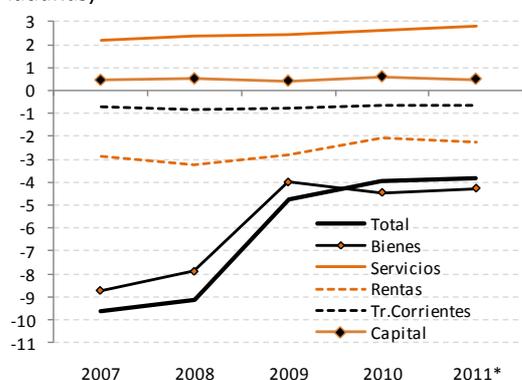


Gráfico 4

Balanza comercial por productos (datos de

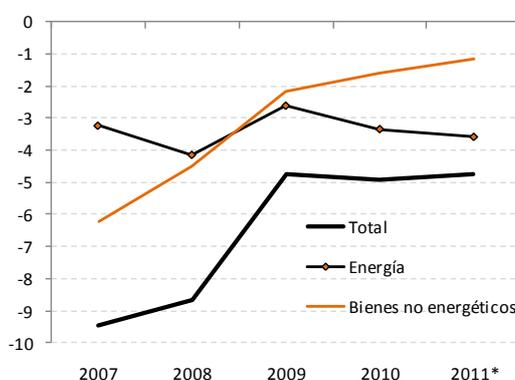


Gráfico 5

Balanza de servicios por productos

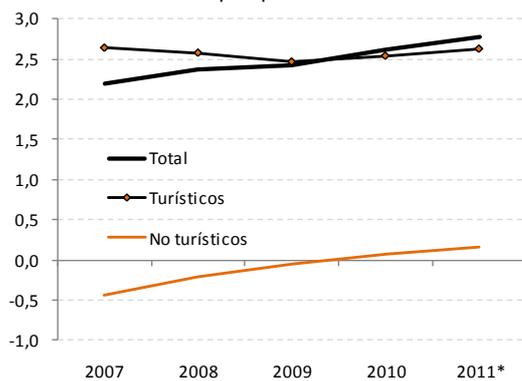
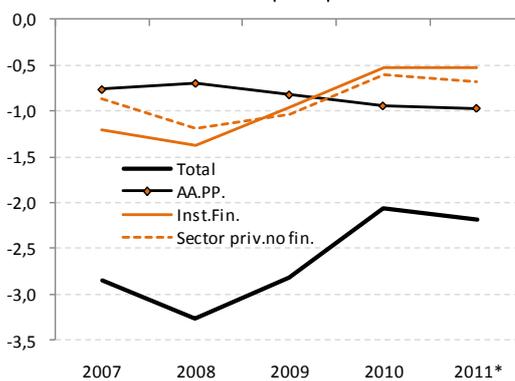


Gráfico 6

Balanza de rentas de capital por sectores residentes



*Acumulado último año hasta mayo de 2011 en todos los casos salvo en el de la balanza de rentas de capital (hasta marzo de 2011)

Fuente: elaboración propia a partir del Banco de España

La financiación del desequilibrio exterior no cuenta con bases especialmente sólidas, con un peso importante reciente de la repatriación de capitales en cartera, carente de suficientes flujos de inversión directa y con una aversión al riesgo creciente (compra de deuda pública española por extranjeros frente a otros activos y salida de depósitos de residentes)

El análisis de las fuentes del desequilibrio exterior se completa con una evaluación de los flujos que lo financian. Así, se distinguen tres vías fundamentales, la inversión directa, la inversión en cartera y otras inversiones (préstamos y depósitos). En cuanto a la primera, mantuvo un saldo relativamente neutro en el trienio 2008-2010, siendo negativo en un 1,2% del PIB en los 12 meses acumulados hasta mayo de 2011, resultado de la mayor inversión española en el extranjero. La inversión en cartera en España fue prácticamente nula en 2008 en términos netos, como consecuencia de que tanto inversores extranjeros como españoles deshicieron posiciones, mientras que ha sido positiva desde 2009, alcanzando el 6,0% anual hasta mayo de 2011, por un mayor ritmo de repatriación de agentes domésticos que no de residentes. Cabe destacar que las AA.PP. han mantenido una entrada de flujos en este período, mientras que los inversores extranjeros han reducido posiciones en instituciones financieras monetarias y otros sectores residentes. Finalmente, el saldo de otras inversiones se redujo de forma intensa en 2009, pasando del 9,9% al 1,0% por la caída de los ingresos, mientras que se ha tornado negativo desde 2010 por los mayores flujos de salida de residentes por estos conceptos (principalmente vía depósitos), en un contexto de mayor prima de riesgo doméstica. Destaca también el cambio reciente operado en las instituciones financieras monetarias, ya que, mientras la variación en la posición neta en el Eurosistema (reflejada en las entradas del Banco de España) se ha tornado negativa, el pasivo de las entidades de crédito en el interbancario ha aumentado.

Financiación del desequilibrio exterior En porcentaje del PIB

Gráfico 7

Saldo de la cuenta financiera por instrumentos

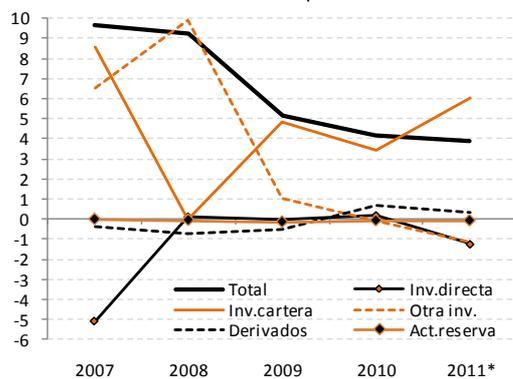


Gráfico 8

Inversión directa por sector residente

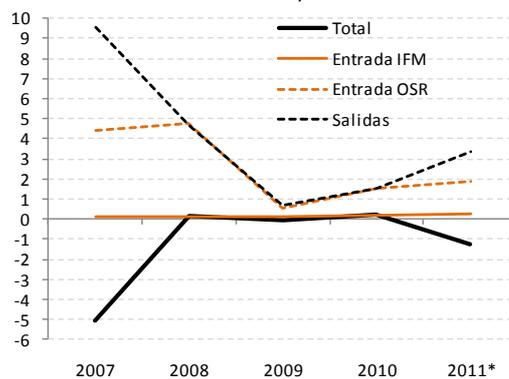


Gráfico 9

Inversión en cartera por sector residente

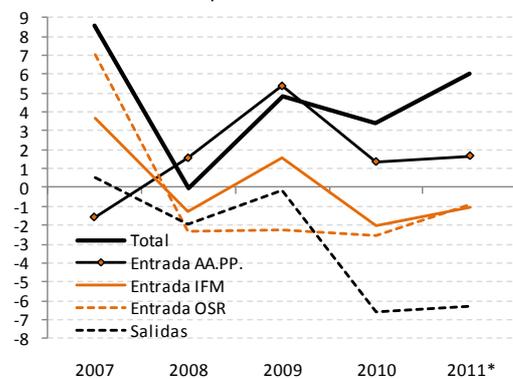
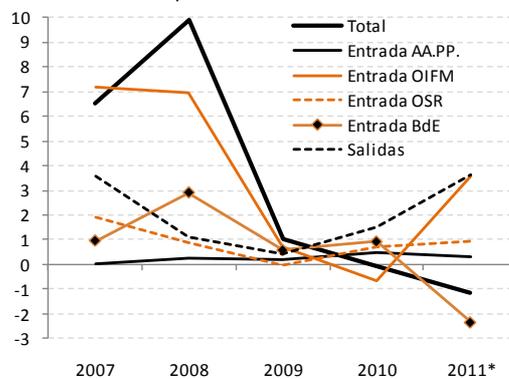


Gráfico 10

Otra inversión por sector residente



IFM = Instituciones Financieras Monetarias; BdE = Banco de España; OIFM = Otras Instituciones Financieras Monetarias; OSR = Otros Sectores Residentes

*Acumulado último año hasta mayo de 2011

Fuente: elaboración propia a partir del Banco de España

Conclusiones

La actual posición cíclica de España y sus principales socios comerciales, con un cierre de la brecha de producto más intensa en los segundos, sugeriría la persistencia en la corrección del desequilibrio exterior. Sin embargo, tras los fuertes ajustes de 2009, las necesidades de financiación habrían entrado en una situación de relativa estabilidad, condicionada por elementos estructurales y coyunturales. Los primeros tienen que ver con la necesidad de aumentar la cuota exportadora mundial y reducir la dependencia de productos del exterior, no sólo energéticos sino intermedios y de capital para acometer los procesos productivos. También, a consecuencia de la fase expansiva previa a la crisis, hay que situar entre los elementos de impacto en el largo plazo el elevado endeudamiento acumulado. Respecto a los factores coyunturales, los cambios en el coste de financiación y en el precio del petróleo dominan sobre el resto, y, de forma reciente, amplificados por los condicionantes estructurales, están penalizando en la corrección de los desequilibrios. Además de impulsar la agenda reformadora para reducir el déficit exterior, las mejoras de funcionamiento de la economía en términos de eficiencia y productividad deben perseguir una base de financiación más sólida, que se canalice en mayor medida a través de la inversión extranjera directa y se reduzca la importancia de los flujos en cartera y a través de depósitos o préstamos.



Producto Interior Bruto (PIB)		Media anual	Últimos datos trimestrales					
Variación interanual real en %			03/2010	06/2010	09/2010	12/2010	03/2011	06/2011
EE.UU.	2010	3,0	2,2	3,3	3,5	3,1	2,2	1,5
Japón	2010	4,0	5,7	3,1	5,0	2,1	-1,0	-1,0
Reino Unido	2010	1,4	-0,2	1,6	2,5	1,5	1,6	0,8
Área del euro	2010	1,7	0,9	2,0	2,0	2,0	2,5	1,7
Alemania	2010	3,6	2,6	4,4	4,0	3,8	5,0	2,8
Francia	2010	1,4	1,0	1,5	1,6	1,4	2,1	1,7

Indicadores mensuales. Área del euro		Media anual	Últimos datos mensuales					
Variación interanual real en %			02/2011	03/2011	04/2011	05/2011	06/2011	07/2011
Índice de Producción Industrial (IPI)*	2010	7,5	7,8	5,7	5,3	4,4	2,7	-
Índice de Precios al Consumo (IPC)	2010	1,6	2,5	2,6	2,8	2,7	2,7	2,5
Tasa de paro**	2010	10,2	10,0	10,0	9,9	10,0	10,0	-

Principales indicadores de coyuntura económica. Tipos de interés

Indicador	Final del periodo	Cotización (final de periodo)						
		En %						
		03/2011	04/2011	05/2011	06/2011	07/2011	30/08/2011	
Tipo BCE	2010	1,00	1,25	1,25	1,25	1,50	1,50	
Euribor 3 meses	2010	0,94	1,05	1,35	1,38	1,49	1,48	
Euribor 12 meses	2010	1,47	1,54	2,10	2,11	2,14	2,05	
Deuda alemana 10 años	2010	2,96	2,53	3,26	3,03	3,01	2,56	
Tipo FED	2010	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	
Deuda EE.UU. 10 años	2010	3,29	2,60	3,29	3,06	3,16	2,79	
Tipo Banco de Inglaterra	2010	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	
Tipo Banco de Japón	2010	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	

Principales indicadores de coyuntura económica. Economía española y catalana

Indicadores trimestrales		Media anual	Últimos datos					
Variación interanual en %			03/2010	06/2010	09/2010	12/2010	03/2011	06/2011
PIB real España	2010	-0,1	-1,4	0,0	0,2	0,6	0,8	0,7
PIB real Cataluña	2010	0,1	-2,7	-1,5	0,2	0,5	1,2	-
Tasa de paro España**	2010	20,1	20,1	20,1	19,8	20,3	21,3	20,9
Tasa de paro Cataluña**	2010	17,8	17,9	17,7	17,4	18,0	19,0	18,1
Ocupación España	2010	-2,3	-3,6	-2,5	-1,7	-1,3	-1,3	-0,9
Ocupación Cataluña	2010	-1,6	-4,1	-1,5	-0,7	-0,1	0,0	-0,2
Transacciones inmobiliarias España	2010	5,9	2,3	27,7	-25,1	14,4	-30,4	-
Transacciones inmobiliarias Cataluña	2010	15,7	11,5	43,7	-22,2	23,5	-32,5	-

Indicadores mensuales		Media anual	Últimos datos					
Variación interanual en %			03/2011	04/2011	05/2011	06/2011	07/2011	08/2011
IPI España *	2010	0,8	3,1	-0,8	-1,2	-0,5	-1,9	-
IPI Cataluña *	2010	4,5	-0,6	-1,8	-8,7	3,5	-1,4	-
IPC España	2010	1,8	3,6	3,8	3,5	3,2	3,1	2,9
IPC Cataluña	2010	2,0	3,5	3,8	3,8	3,5	3,3	3,2
Pernoctaciones hoteleras España	2010	6,4	8,5	7,7	14,1	2,9	12,1	9,0
Pernoctaciones hoteleras Cataluña	2010	11,3	3,0	4,5	9,4	-2,6	15,6	8,3
Índice de comercio al por menor España***	2010	-1,6	-4,3	-8,6	-2,1	-6,7	-7,2	-3,9
Índice de comercio al por menor Cataluña***	2010	0,8	-7,6	-3,0	-4,7	-8,6	-4,7	-

*Corregido de efectos de calendario. **En % de la población activa. ***Precios constantes. (a) Indicador avanzado.

Fuente: Ecowin

