

Informe de coyuntura económica y financiera

Junio de 2012

| | |
|---|----|
| Visión general La economía mundial sigue mostrando señales de tímida recuperación, amenazada por las tensiones financieras en los mercados de deuda soberana | 2 |
| Eventos económicos y financieros recientes | 4 |
| Análisis Las grandes diferencias entre los EE.UU y el área del euro en la crisis actual | 6 |
| Principales indicadores de coyuntura | 12 |

Visión general

La economía mundial sigue mostrando señales de tímida recuperación, amenazada por las tensiones financieras en los mercados de deuda soberana

Los datos del primer trimestre del año muestran como la actividad económica mundial mantiene una senda de crecimiento modesto, si bien se dibuja un perfil de desaceleración respecto a los crecimientos registrados en el cuarto trimestre del año anterior, en un contexto donde las tensiones financieras en los mercados de deuda pública de los países periféricos del área del euro se han acentuado con intensidad. La ya muy debilitada confianza en los mercados de deuda pública periférica europea ha estado golpeada nuevamente por la desconfianza que ha generado la segunda ronda de elecciones en Grecia, así como la reforma financiera española que exige mayores requisitos de capitalización de las entidades financieras, en un entorno de dificultad de acceso a los mercados mayoristas.

En los EE.UU., el PIB del primer trimestre registró un avance del 1,9% trimestral anualizado, confirmando así la tendencia de desaceleración que anticipaban los indicadores parciales de actividad respecto al crecimiento registrado en la última parte de 2011 (3,0%). El crecimiento del trimestre ha estado liderado por el consumo privado, así como por la inversión, principalmente residencial, y la contribución positiva de la demanda externa, gracias a la evolución favorable de las exportaciones. Las expectativas para los próximos meses se mantienen coherentes con la evolución del primer trimestre, y se espera una cierta ralentización de los ritmos de crecimiento, aunque bajo un entorno de recuperación de la actividad que permitirá la creación de empleo.

En las economías emergentes la amenaza de menor dinamismo del comercio mundial, que podría provocar una desaceleración del crecimiento más acusada de la prevista, ha acelerado el proceso de cambio hacia una política monetaria más expansiva, como ha sido el caso de Brasil, que ha reducido los tipos de interés oficiales, así como el banco central chino, que, nuevamente, ha rebajado las exigencias de reservas bancarias. En China, las señales de desaceleración del PIB han sido bastante acusadas en el primer trimestre del año, hasta el 8,1%, situándose por debajo de las expectativas de los analistas, al mismo tiempo que los datos más recientes de producción industrial, ventas minoristas y exportaciones sugieren la acentuación de esta dinámica de desaceleración.

Sin embargo, el foco de atención del mes ha sido la evolución en el área del euro, y no tanto en términos económicos, sino por el nuevo repunte de las tensiones en los mercados de deuda de los países periféricos, por la falta de acuerdo de los partidos políticos griegos para alcanzar un nuevo gobierno, que aceptara los planes de ajuste fiscal acordado por el ejecutivo anterior, provocando la convocatoria de nuevos comicios el próximo 17 de junio. El resultado de las elecciones griegas condicionará el devenir de los mercados financieros en el próximo mes, si bien desde las instituciones públicas europeas se ha acelerado la búsqueda de instrumentos para garantizar la estabilidad financiera en el conjunto de escenarios posibles. Así, la agenda de la próxima reunión del Eurogrupo de finales de junio ha incluido la necesidad de establecer vías de crecimiento económico, para contrarrestar el impacto negativo de las necesarias políticas de ajuste fiscal que se están llevando a cabo en las economías periféricas. Adicionalmente, y dado que el saneamiento y la capitalización del sistema financiero es una condición básica para restablecer la normalidad en el flujo de capitales, desde la Comisión Europea se plantea la posibilidad de capacitar al fondo de estabilidad permanente para proveer de capital directamente a las entidades financieras, sin necesidad de intermediación del gobierno. Por su parte, el BCE se mantiene al margen de la crisis de deuda, por lo que el programa de compra de deuda pública se ha mantenido congelado en las últimas siete semanas, al mismo tiempo que deja los tipos de interés estables en el 1,0%, nivel que no se espera que se corrija a la baja si la situación económica no empeora con intensidad.

En cuanto a la evolución económica del área del euro, los datos del primer trimestre muestran la mejora de la actividad respecto al trimestre anterior, ya que se ha mantenido estable, tras el fuerte crecimiento del cuarto trimestre de 2011. No obstante, estos datos esconden una elevada asimetría entre países, ya que han sido las principales economías centrales las que han

registrado crecimientos significativos en el trimestre, a excepción de Francia que se mantuvo estable, mientras que las economías periféricas registraron sendas contracciones, entre las que destaca Italia, con una caída del PIB del 0,8% trimestral. Al mismo tiempo, los indicadores cualitativos del segundo trimestre del año anticipan un debilitamiento significativo de la actividad, con caídas muy importantes en los principales indicadores de confianza. Este deterioro de las expectativas de los meses de abril y mayo ha sido un factor común en el conjunto de economías, si bien las contracciones más acusadas se siguen apreciando en los países periféricos.

En España se confirma el escenario de contracción de la actividad del primer trimestre del año, del 0,3% trimestral, por lo que se ha iniciado un nuevo episodio de recesión económica, tras acumular dos trimestres consecutivos de caídas del PIB. El fuerte deterioro de la demanda interna, que acelera su contribución negativa al crecimiento interanual, ha estado lastrado, principalmente, por la contracción de la inversión en equipo y en construcción, así como por el gasto público. La demanda externa siguió contribuyendo positivamente a la variación del PIB, si bien ésta se explica, principalmente, por la mayor contracción de las importaciones respecto a las exportaciones. Los indicadores, tanto de confianza como de actividad, del segundo trimestre del año anticipan que la actividad económica mantendrá un perfil de contracción relativamente intenso en el segundo trimestre del año. Así, por el lado de la demanda, las matriculaciones de vehículos acumulan una caída significativa en los meses de abril y mayo, mientras que las ventas minoristas y la actividad del sector servicios han acentuado su ritmo de contracción en abril.

Este entorno de debilidad económica se muestra con mayor intensidad en la evolución del mercado de trabajo. Así, según los datos de Eurostat, la tasa de paro aumentó en dos décimas el mes de abril, hasta el 24,3% en términos ajustados de estacionalidad. Esta tendencia negativa también se observa en los datos de paro registrado de los meses de abril y mayo, ya que si bien se ha observado una modesta reducción del número de parados, ésta ha estado explicada únicamente por factores estacionales de la contratación de servicios, aunque ha sido muy inferior a la observada en los últimos años.

La evolución económica descrita en España se debe enmarcar en un entorno de necesidad de ajuste fiscal y recapitalización del sistema financiero. Es por ello que la revisión al alza del déficit público de 2011 en cuatro décimas, hasta el 8,9%, y la intervención pública de Bankia han provocado que las tensiones financieras en los mercados de deuda pública hayan alcanzado máximos desde la creación del área del euro. No obstante, este incremento de la prima de riesgo se debe tanto al incremento del rendimiento del bono español, hasta el 6,7% en el mercado secundario, como a la caída hasta mínimos históricos del bono alemán, que cotiza en niveles del 1,20%. Las tensiones financieras también han afectado al mercado italiano, por lo que el bono italiano también ha registrado un incremento significativo de su rendimiento, alcanzando el 6,2%.

Las tensiones en los mercados de deuda pública europea han provocado, a su vez, un debilitamiento del euro, que cotiza en niveles de 1,25 dólares por euro, registros no observados desde mediados de 2010, al mismo tiempo que se acumulan pérdidas significativas en los mercados de renta variable, principalmente en Europa.

En consecuencia, nos encontramos ante un mes crucial en la resolución de la crisis de deuda pública europea, ya que se debe aclarar la incertidumbre sobre el respaldo a los planes de ajuste pactados con Grecia, a la vez que se garantizan las necesidades de capital de las entidades financieras por parte del conjunto de países del área del euro. Al mismo tiempo, se ha establecido como prioritaria la agenda de impulsar el crecimiento económico en el conjunto del área, ya que en un entorno de menor crecimiento mundial y debilidad de las economías europeas que están avanzando en su consolidación fiscal, se considera que los programas de ajuste fiscal no se podrán cumplir en un contexto de decrecimiento de la actividad.



Eventos económicos y financieros recientes

La OCDE afirma que el crecimiento económico mundial se consolida en el primer trimestre, pese a que los riesgos persisten

- El organismo internacional considera que el repunte modesto del comercio internacional y la mejora de la confianza han hecho posible un retorno al crecimiento, si bien a diferentes velocidades según los países. Así, el crecimiento de 2012 estará liderado por las economías emergentes (previsión de avance del 8,2% en China, del 7,3% en India, del 4,5% en Rusia y del 3,2% en Brasil), si bien éstas se enfrentan, en algunos casos, a los retos de la elevada inflación, que ha provocado cambios en su política monetaria. En cuanto a los países desarrollados, EE.UU. y Japón mostrarán una senda de crecimiento elevada en 2012 y 2013 (2,4% y 2,6% EE.UU. y 2,0% y 1,5% Japón), mientras que, en el otro extremo, se situará el área del euro, con un retroceso del 0,1% en 2012 y un avance del 0,9% en 2013.
- Este escenario se describe en un entorno de normalización de los mercados financieros, y para alcanzarlo el organismo internacional propone una mejora de la calidad en la consolidación fiscal (que no impida el crecimiento), así como una serie de medidas a nivel supranacional que permitan recuperar la credibilidad y la confianza, como la utilización del Mecanismo Europeo de Estabilidad (ESM) para la recapitalización del sistema bancario o una política monetaria más laxa ante el escenario de riesgos inflacionistas a la baja.

La economía estadounidense modera el ritmo de crecimiento en el primer trimestre, si bien mantiene una senda de recuperación de la actividad

- La segunda estimación del PIB de EE.UU. correspondiente al primer trimestre de 2012 se ha revisado a la baja, hasta el 1,9% trimestral anualizado, tres décimas por debajo del 2,2% de la primera estimación. Esta revisión se sitúa en línea con las expectativas de los analistas. Por componentes, se ha revisado a la baja significativamente el consumo de bienes duraderos, las exportaciones, así como la inversión residencial y en equipo.
- La revisión a la baja del consumo privado coincide con una caída de cerca de 4 puntos del índice de la Conference Board de confianza del consumidor del mes de mayo, principalmente por el componente de expectativas. Esta bajada contrasta con el índice de sentimiento económico de la Universidad de Michigan, que ha repuntado hasta 79,3 en mayo, desde 77,8 del mes anterior. Respecto a los últimos datos de ventas al por menor, en abril mostraron un modesto aumento del 0,1%, situando la tasa interanual en el 6,4%, dos décimas por debajo del registro de marzo.
- Después del retroceso mostrado en marzo, la producción industrial repuntó un 1,1% en abril, lo que permitió aumentar la capacidad utilizada en la industria hasta el 79,2%, ocho décimas por encima del registro del mes anterior. Sin embargo, el índice de confianza manufacturera de mayo retrocedió 5,1 puntos, principalmente por el deterioro de los nuevos pedidos industriales, que indican nuevos retrocesos de la producción próximamente.
- En el mercado inmobiliario, el índice Case-Shiller de precios de las 20 ciudades principales estadounidenses mostró un avance del 0,1% mensual en marzo, situando el ritmo interanual de contracción en el 2,6% (-3,5% anterior).
- Respecto al mercado laboral, la ocupación no agrícola mostró un aumento de 69 mil en mayo, por debajo de los 77 mil de abril, y lejos de los 143 mil de marzo, con un repunte de la tasa de paro de una décima, hasta el 8,2%.

Empeoramiento de los indicadores de actividad en el área del euro

- Los datos preliminares de evolución del PIB del primer trimestre de 2012 han mostrado un avance nulo, evitando de esta manera la entrada en recesión técnica. En términos interanuales, la desaceleración ha sido intensa, pasando del 1,3% al 0%. La asimetría entre economías continúa siendo la característica principal, con avances significativos en Finlandia (1,3% trimestral), Alemania (0,5%) y Bélgica (0,3%), los cuales contrastan con las pérdidas en los países periféricos (-0,8% Italia, -0,3% España y -0,1% Portugal, a falta de los datos de Grecia). La principal sorpresa vino de la economía francesa, que mostró un avance nulo en el trimestre.
- Los indicadores parciales de la actividad del área del euro anticipan un mayor deterioro en los próximos meses, al mismo tiempo que se acentúa el deterioro del mercado laboral.
- Así, en el sector industrial, la producción mostró un retroceso del 0,3% en marzo, y situó la variación interanual en el -2,2%, desde el -1,5% anterior.
- La tasa de paro del mes de marzo se revisó al alza, hasta el 11,0%, y se mantuvo en este nivel en abril, registrando un máximo histórico.
- En cuanto a la inflación, el indicador avanzado del mes de mayo mostró una contracción de dos décimas, hasta el 2,4%, reflejando la bajada en el precio del petróleo, así como también en los alimentos no elaborados.

La contracción del PIB en España se alargará en 2012 y 2013, según la OCDE

- Las últimas previsiones de la OCDE señalan un periodo recesivo en España que se alargará en 2012 y 2013, con retrocesos del PIB previstos del 1,6% y el 0,8%, respectivamente, por la contribución negativa de la demanda interna (principalmente, por el retroceso de la inversión en bienes de equipo), así como por la menor aportación positiva de la demanda externa. Esto se producirá en un entorno de necesidad de ajuste fiscal adicional en 2012, que anticipa unas perspectivas adversas para la segunda parte del año.
- Todo ello repercutirá negativamente en la tasa de paro, que se situará en el 24,5% en 2012 y repuntará hasta el 25,3% en 2013, según el organismo. En este sentido, si bien los últimos datos de paro registrado del mes de mayo señalan una reducción de 30 mil en el número de parados, hasta 4.714.122 efectivos, y las afiliaciones un aumento de 77 mil, es preciso tener en cuenta que estos registros recogen el inicio de la contratación por la campaña turística. En cambio, en términos desestacionalizados, el paro registrado mostró un incremento de 85 mil, y la afiliación a la Seguridad Social, un retroceso próximo a 57 mil.
- Dentro del ámbito industrial, el indicador PMI de manufacturas se situó en 43,5, por debajo del umbral de 50, que indicaría recesión. En esta línea se sitúa la bajada de la producción industrial del mes de marzo, del 7,5% interanual, desde el 5,3% anterior.
- En el sector de los servicios, los datos de ventas minoristas mostraron un nuevo retroceso en abril, del 4,7%, que, en términos interanuales, representaron una caída del 9,8% (-3,8% anterior).
- Por lo que se refiere al sector turístico, los datos acumulados de número de viajeros y de pernoctaciones en establecimientos hoteleros de los cuatro primeros meses del año muestran caídas del 1,2% y el 2,0%, respectivamente, respecto al mismo periodo del año anterior. Según el origen, si bien los viajeros extranjeros mostraron un ligero crecimiento del 0,3%, no se tradujo en las pernoctaciones, que retrocedieron un 1,1%, mientras que los viajeros residentes cayeron el 2,3%, y las pernoctaciones el 3,2%.
- Respecto a la inflación, el indicador avanzado del mes de mayo la sitúa en el 1,9%, una décima por debajo del registro del mes anterior, recogiendo el relajamiento de la tensión proveniente del precio del petróleo.

De la inestabilidad en el área del euro de mayo se pasa a indicios de reavivada en los primeros días de junio

- España ha sido uno de los países que más ha sufrido la inestabilidad del área del euro en mayo, con una prima de riesgo que ha alcanzado máximos históricos (llegando en algún momento a 540 pb). Esta escalada recogía, implícitamente, la aversión al riesgo de muchos inversores, que escogían los bonos alemanes a largo plazo. Entonces, la rentabilidad de los bonos a 10 años se situó en el 1,18%, por debajo del 1,46% de los bonos a 10 años estadounidenses. Sin embargo, en los primeros días de junio, con la reunión extraordinaria de los ministros de finanzas y de los gobernadores de los bancos centrales del G-7, se han reavivado las esperanzas de una solución a la crisis europea, y se ha abierto la puerta a la recapitalización bancaria a través del ESM, haciendo bajar la prima de riesgo hasta 471 pb.
- Los mercados de renta variable han sufrido una caída generalizada en mayo, la cual recogía este aumento de la incertidumbre, así como las dificultades que atraviesa el sistema político griego. Así, la bolsa europea (Eurostoxx50) perdía un 8,2%, el Íbex-35 español un 13,1%, el MIB italiano un 11,8%, el DAX-30 alemán un 7,3% y el FTSE británico un 7,3%. A estas pérdidas se añaden las caídas del 6,2% del Dow Jones estadounidense y del 10,3% del Nikkei japonés. Sin embargo, en los primeros días de junio, los acontecimientos antes mencionados han dado un respiro a las bolsas. Así, respecto al Íbex-35, ha mostrado un repunte del 5,7% en los siete primeros días de junio.
- En lo que respecta al tipo de cambio, el euro ha mostrado una depreciación próxima al 7% en mayo, pasando de 1,32\$/€ hasta 1,23\$/€ al cierre del mes. La primera semana de junio se ha recuperado ligeramente, hasta 1,26\$/€. Por su parte, el yen japonés ha mostrado una apreciación en mayo próxima al 2%, hasta 78,4JPY/\$.
- El precio del petróleo ha continuado con su tendencia bajista, situándose a finales de mayo en 103,5 dólares el barril de tipo Brent, desde 120 dólares de principios de mes. Los primeros días de junio ha continuado con esta tendencia, hasta situarse en torno a 100\$, con un retroceso del 16% desde principios de mayo.
- Finalmente, los tipos del interbancario han continuado con su tendencia bajista en mayo, y el euríbor a 12 meses ha llegado al 1,22%, con un retroceso acumulado del 37% desde el inicio del año.



Análisis

Las grandes diferencias entre los EE.UU y el área del euro en la crisis actual

Desde la caída del banco de inversión Lehman Brothers en 2008, el mundo se sumió en una crisis de la cual todavía no hemos conseguido salir. El colapso financiero que se vivió todavía tiene repercusiones en las diferentes regiones del mundo, los bancos de todos los países han sufrido, en mayor o menor medida, las dificultades de financiación y muchos han recibido ayudas de sus respectivos gobiernos. Esta situación ha provocado una contracción de la actividad muy significativa y la entrada en recesión de la mayoría de países.

A pesar de que la raíz del problema ha sido la misma para todas las regiones, las medidas adoptadas para salir de la crisis han sido distintas. En este análisis se pretende hacer un breve recorrido por estos últimos años, valorando las medidas adoptadas por los diferentes gobiernos y analizando la situación actual. Como se podrá observar, el entorno actual nos muestra como los EEUU parecen estar volviendo poco a poco al crecimiento, mientras que otros, como el área del euro, ven cómo se agravan sus problemas y tiene ante sí, todavía, un recorrido de gran incertidumbre y desaceleración económica.

2008-2009: El inicio de la crisis en los EEUU se propaga inmediatamente al resto del mundo

El inicio de la crisis actual tuvo su origen en las famosas hipotecas "subprime" de los EEUU, que, a través de complejos procesos de titulización, contagiaron a los principales bancos de todo el mundo. La subida de los costes de las hipotecas, unido a un ciclo de ralentización económica, provocó el inicio del impago de inmuebles y la caída de la valoración de éstos, lo que supuso una disminución del precio de los activos relacionados. Esta caída supuso el colapso de multitud de bancos, no sólo en los EEUU, sino también en Europa y otras regiones.

Gráfico 1

Índice FHFA de precios de la vivienda en los EEUU
Nivel (1991=100)

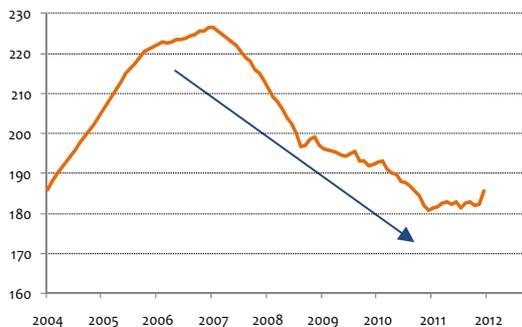
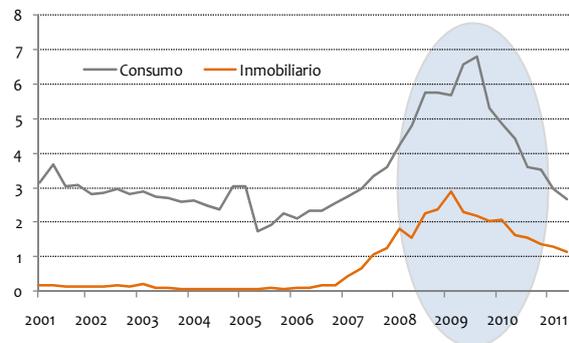


Gráfico 2

Tasas de impago de los préstamos en los EEUU
Variación interanual en porcentaje



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de TR.Ecowin

El sistema financiero de diferentes países del área del euro se vio afectado fuertemente por esta circunstancia, con su principal exponente en Irlanda o Islandia. Pero no sólo estos países sufrieron el efecto "subprime", Francia, Alemania e incluso Suiza vieron como sus bancos arrojaban importantes pérdidas derivadas de este fenómeno.

Ante esta situación, la actuación de los EEUU fue la de inyectar en el sistema los recursos que fueran necesarios y no sólo en el sector financiero. El sector de la automoción veía como sus dos grandes representantes, General Motors y Chrysler Group, eran recapitalizados mediante participaciones directas y préstamos. La aseguradora AIG era nacionalizada, así como las agencias ligadas al mercado residencial, principal escollo de esta crisis. El programa TARP (Troubled Asset Relief Program) ascendía a unos 700 mil millones de dólares y se convertía en la parte central de una serie de medidas de emergencia. Su principal objetivo fue el de restaurar la estabilidad en el sistema financiero de los EEUU

y reducir el pánico en los mercados. Su implantación fue muy rápida y los costes han acabado siendo menores a los inicialmente previstos.

En Europa, la situación fue diferente según el país. En su conjunto, se dieron ayudas por valor de unos 3,0 billones de euros en el área del euro y de unos 900 mil millones en el Reino Unido. De ninguna manera se dio una solución conjunta a la delicada situación del sector financiero, sino que la ayuda se produjo de forma individual a nivel de país e incluso de entidad. Los casos más nombrados fueron los de los diferentes bancos irlandeses, el Kaupting, Glitnir y el Landsbanking en Islandia, Fortis en Bélgica y el Norther Rock en Reino Unido, pero no hay que olvidar que países como Alemania también tuvieron que recurrir a nacionalizaciones y procesos de reestructuración bancaria. Un claro ejemplo fue la nacionalización del Hypo Real State y la compra del Commerbank por parte de Dresdner Bank.

Tanto en una región como en otra, se intenta atajar el colapso financiero a través de medidas de política monetaria expansiva. En los EEUU se relajan los tipos desde el 4,25% de principios de 2008 hasta el 0,25% a finales de año, nivel en el que se han mantenido hasta ahora. En Europa, el movimiento fue más comedido, y se rebajan los tipos desde el 4,25% de mediados de 2008 hasta el 2,5% a finales de año. No sería hasta mitad de 2009 que se situarían en el mínimo del 1,0%. Pero no se limitaron a reducir los tipos de interés, sino que inyectaron liquidez en el sistema, aunque mediante diferentes procedimientos. El BCE puso en marcha sus subastas a largo plazo, LTRO, a la vez que incrementaba la frecuencia de las de menor plazo. Mientras, en los EEUU se ponía en marcha el primer *Quantitative Easing*, programa de "relajación cuantitativa", que suponía inyectar dinero comprando deuda y activos hipotecarios en masa, por un volumen de unos 600 mil millones de dólares.

Gráfico 3

Tipos de interés oficiales en los EEUU y área del euro

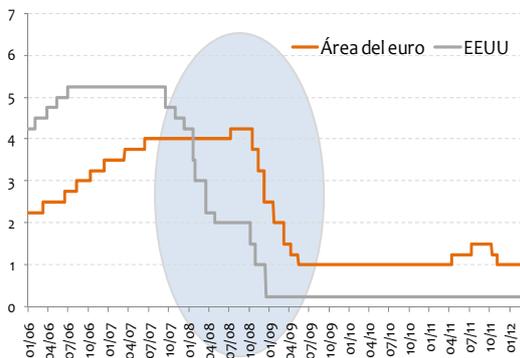
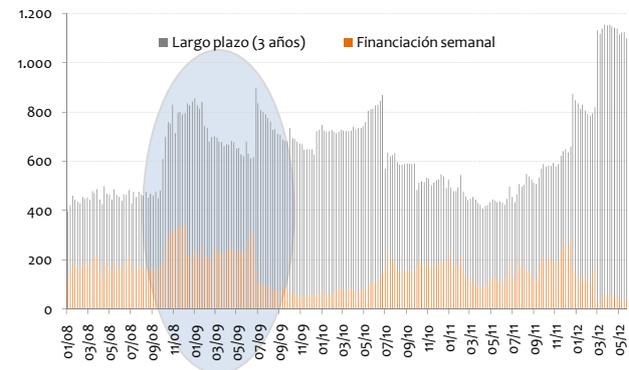


Gráfico 4

Subastas de liquidez del BCE

En miles de millones de euros



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de TR.Ecowin

La principal diferencia entre una actuación y otra fue la rapidez de acción por parte de los EEUU, así como los instrumentos utilizados. Respecto a las ayudas a los bancos, el TARP estadounidense concedió ayudas a todas las entidades financieras, mediante participaciones preferentes y warrants, de esta forma diluía la desconfianza sobre entidades financieras concretas. En Europa, las ayudas estuvieron concentradas exclusivamente en aquellas entidades con problemas, dejando aparte aquellas menos afectadas, aunque quizás también problemáticas. El caso más destacado podría ser el del sector financiero español, cuya exposición al negocio "subprime" no fue tan elevada, por lo que no centró ningún tipo de atención ni ayuda a sus bancos. En materia de política monetaria, la reacción de los EEUU fue más rápida, mientras iniciaba 2008 bajando el tipo oficial drásticamente, el BCE todavía lo incrementaba a mitad del año. Por otro lado, las compras de deuda tenían un efecto más inmediato en los mercados, mientras que las subastas de liquidez europeas no acababan de llegar a la economía real. En definitiva, la cantidad de recursos de disponibilidad inmediata al alcance de las entidades y unas medidas más eficaces empezaban a marcar la diferencia.

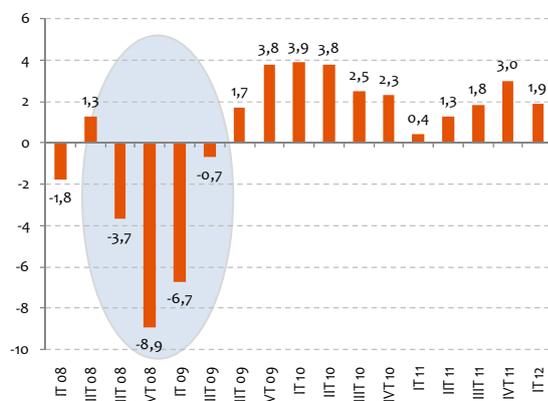
2009-2010: Las medidas de política monetaria no son suficientes, se ponen en marcha medidas fiscales

El importante colapso financiero supuso una contracción muy significativa de la actividad, provocando caídas del PIB superiores al 5%, tanto en los EEUU como en el área de euro, entre finales de 2008 y principios de 2009. Ante esta situación, se imponen medidas adicionales que ayuden a reactivar la economía.

En este momento se pusieron en marcha políticas fiscales que permitieran impulsar la actividad, con importantes estímulos al crecimiento en sectores clave de la economía. En los EEUU, se implantan significativas ayudas al mercado residencial, y en el área del euro, el sector de la automoción se convierte en uno de los principales beneficiados de estas políticas. De esta forma, empezaban a observarse los famosos "brotes verdes".

Gráfico 5

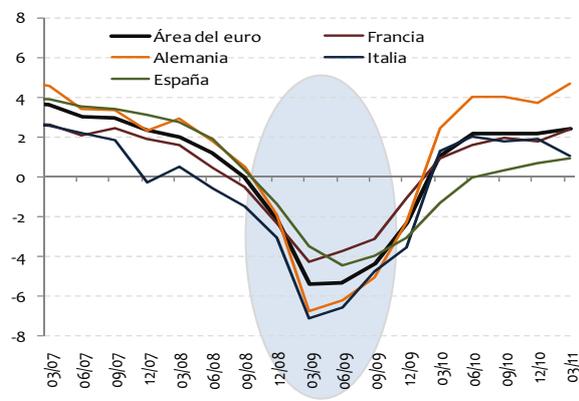
Evolución del PIB de los EEUU
En tasa trimestral anualizada



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de TR.Ecowin

Gráfico 6

Evolución del PIB del área del euro, principales economías
Variación interanual en porcentaje



Pero todas estas medidas provocaron un incremento muy significativo del gasto público, que empezaba a marcar unos fuertes desequilibrios en las finanzas de aquellos países con una situación económica más delicada. De esta forma, los déficits de algunos estados se disparan y se da un giro en las decisiones europeas, mientras que en los EE.UU se ponía en marcha el QE2, con otros 600 mil millones de dólares.

En el área del euro, se establecían importantes ajustes fiscales que permitieran controlar los desequilibrios que se estaban generando, lo que empezaba a suponer dificultades de financiación en aquellas economías más débiles. El más claro exponente de esta situación ha sido la economía griega, que se ha visto abocada a pedir ayuda en dos ocasiones, ante la imposibilidad de refinanciarse en los mercados. Sus desequilibrios internos, así como la desconfianza que genera entre los inversores, al demostrarse la falsedad de las estadísticas publicadas desde su integración en el área del euro, provocaron un colapso financiero en el país, así como la imposición de un cambio de gobierno. Pero una de las peores consecuencias de la situación griega fue el efecto contagio que se produjo, con Portugal, España e Italia como principales perjudicados. Toda esta situación supuso un incremento de la tensión en los mercados de deuda pública, que provocó un aumento de las primas de riesgo hasta máximos históricos. Ante esta situación, el BCE inicia las compras de deuda, aunque de forma moderada. Hasta día de hoy, tan sólo han llegado a los 200 mil millones de euros en compras, cantidad poco significativa comparada con el volumen de los programas de compra estadounidenses.

Como consecuencia de los esfuerzos realizados, la situación de los EEUU y del área del euro parece que empieza a estabilizarse. De los 700 mil millones de dólares que se pusieron sobre la mesa en los EEUU, el TARP acabó desembolsando finalmente unos 413 mil millones en préstamos directos e inversión en activos. Desde entonces, y hasta finales de 2011, ha recuperado, mediante la venta de las participaciones y devoluciones de préstamos, más de 275 mil millones, con lo cual la suma de

inversiones en el sistema financiero estadounidense asciende a poco más de 120 mil millones. Los bancos han empezado a recuperar la confianza en el sistema financiero y a reportar beneficios, se ha reducido el coste de financiación a las empresas y particulares y vuelve a fluir el crédito, lo que ha permitido que se haya vuelto a recuperar el crecimiento económico del país. En el tercer trimestre de 2009, los EEUU ya presentaban crecimiento, después de cuatro trimestres de intensas contracciones, y acumulan ya once trimestres consecutivos en positivo, mientras que han conseguido volver a la senda de la recuperación en el mercado laboral, a pesar de que la tasa de paro todavía se encuentra por encima del 8%. A su vez, el mercado inmobiliario parece haber tocado fondo y, según los últimos datos, se observa un lento crecimiento, que estaría permitiendo una recuperación del sector. Sin embargo, la situación en el área del euro, aunque empieza a estabilizarse, da un giro inesperado.

2011-2012: La situación actual, consecuencia de dos formas de afrontar la crisis

En Europa, la situación, lejos de solucionarse, parece complicarse cada vez más. La lentitud a la hora de tomar decisiones ha penalizado de forma importante la situación actual de Europa y la asimetría entre países se ha acentuado de forma muy significativa. De esta forma, los países periféricos, cuyas medidas de apoyo y ayuda han llegado, quizás tarde, están generando mayor aversión al riesgo, lo que dificulta su situación económica, ante un incremento de los costes de financiación, en un entorno de débil crecimiento mundial. Las dudas de los líderes europeos a la hora de tomar decisiones, así como las posiciones encontradas entre Alemania y el resto de socios, dificultan la acción rápida y eficaz que necesitaría el conjunto del área. Los diferentes intereses políticos de los diversos países del área del euro, hacen que se tomen decisiones basándose en intereses individuales, lo que está perjudicando al conjunto del área y trasladando a los mercados un mensaje de incertidumbre e inestabilidad.

Gráfico 7

Creación de empleo y tasa de paro de los EEUU
En miles de personas y porcentaje

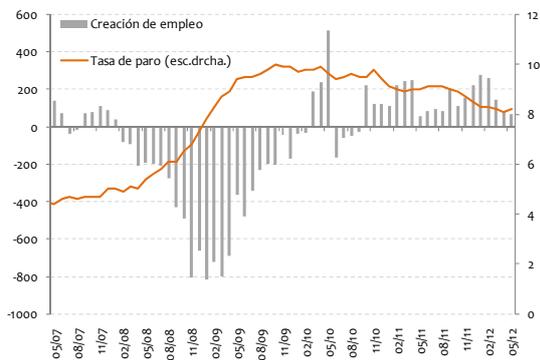


Gráfico 8

Tasa de paro del área del euro
En porcentaje sobre la población activa



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de TR.Ecowin

En España, los severos efectos de la crisis inmobiliaria interna obligan a muchas entidades a hacer elevadas provisiones que retraen sus beneficios así como la concesión de crédito a la economía. Pero este efecto no tiene consecuencias individuales sólo para España. La alta exposición de países centrales del área del euro a la banca, no sólo de España, sino también de Italia o Grecia, países que no recibieron ayudas al inicio de la crisis, impide que la crisis financiera a nivel global en Europa pueda llegar a su fin. La transparencia en el sector se impone ahora como principal objetivo de cara a dar un paso más en la integración europea y así poder tomar medidas más acordes, como las tomadas en los EEUU, conjuntas, de forma ágil, directas y del volumen necesario.

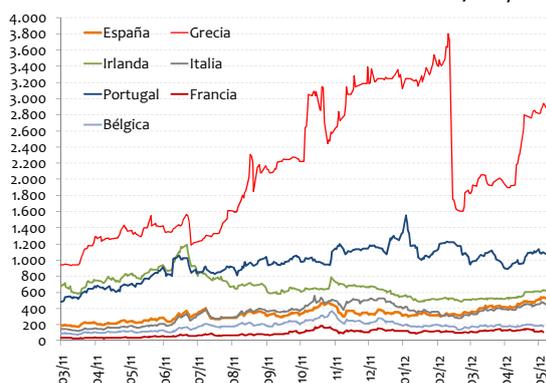
A principios de 2011, el BCE se apresuraba a incrementar los tipos de interés, hasta el 1,5%, desde el 1,0%, nivel mínimo al que ha llegado a lo largo de estos tres años de crisis. Hizo falta un cambio de presidente para corregir esta estrategia de tipos, muy centrada en el control de la inflación. En los EE.UU, los tipos se han mantenido en mínimos desde el inicio de la crisis y se prevé que continúen así hasta finales de 2014, o el tiempo que sea necesario. En cuanto a otras medidas de política monetaria, el BCE incrementaba la liquidez al sistema mediante dos subastas más a largo plazo. Las entidades acudieron masivamente a estas LTRO, aunque los efectos sobre la economía real no han sido los esperados. El BCE esperaba que con esta medida se reactivara el crédito y volviera el crecimiento,

pero, por el contrario, las entidades utilizaron el dinero para operaciones de "carry trade", con inversiones en deuda pública, o para dejarlo en el mismo BCE, a través de la Facilidad Marginal de Depósito. Además, a diferencia de la FED, que con su QE1 y QE2 consigue reducir los tipos de forma significativa, abaratando los costes de endeudamiento tanto de las empresas como de las familias, el BCE paraliza las compras de deuda iniciadas en 2010. Según los argumentos de la autoridad monetaria, su responsabilidad ante el problema está cubierta, y está en manos de los gobiernos llevar a cabo las reformas necesarias que permitan recuperar la confianza en los mercados y el acceso a la financiación. Es por esta razón que, de momento, no se esperan cambios en el corto plazo en materia de política monetaria en Europa, a excepción de alguna subasta adicional a largo plazo, aunque el efecto se espera que sea muy limitado.

A esto se le añade la diferente situación económica de cada país del área del euro. Alemania, motor de la economía europea, registra incluso crecimiento en el primer trimestre de 2012 y sitúa su tasa de paro en mínimos históricos. Su coste de financiación también se encuentra en mínimos, a causa de la alta aversión al riesgo que se vive en el área del euro, y se sitúa ya en el 1,20%. Ante esta situación, el BCE tiene argumentos para no actuar y centrar el foco de actuación en mayores reformas estructurales en países con problemas, como España, Grecia, Italia, etc..., que permitan reducir el déficit excesivo y arrojar mayor transparencia sobre el sector financiero para poder volver a captar la atención de los inversores.

Gráfico 9

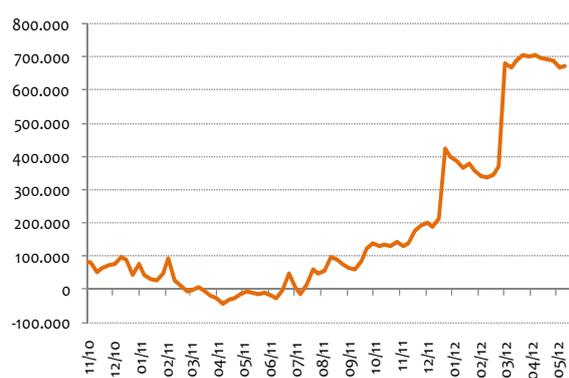
Primas de riesgo europeas
Diferencial con el bono alemán a 10 años, en pb.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de TR.Ecowin

Gráfico 10

Facilidad Marginal de Depósito del BCE
En millones de euros



Conclusiones

Llegados a este punto, y en vista de la situación económica de una región y otra, EE.UU creciendo desde hace ya 11 trimestres y creando empleo, Europa estancada o con crecimientos muy moderados, fruto de la situación de recesión en algunas economías y del ligero crecimiento en otras, y con una tasa de paro en máximos históricos, en torno al 11%, cabe reflexionar sobre la adecuación de las medidas tomadas en ambas regiones. Lejos de afirmar que las actuaciones llevadas a cabo en el área del euro han sido erróneas, tardías e insuficientes, podríamos decir que están pensadas para un área del euro con un proceso de integración mucho más avanzado, tanto a nivel fiscal como a nivel monetario, que el que tiene actualmente. Una política monetaria conjunta con una situación fiscal tan desigual resulta del todo ineficaz en momentos de crisis como el actual.

Por esta razón, las medidas adoptadas hasta ahora siempre se han producido con retraso, ya que tenemos el marco (moneda, autoridad monetaria, instituciones e incluso instrumentos) pero no tenemos homogeneizados los contenidos (países soberanos con políticas fiscales distintas y estructuras organizativas desiguales), o se han tomado decisiones con un cierto sesgo a la situación de un determinado conjunto de países. En el momento actual, la favorable evolución de la economía alemana está marcando la directriz de muchas actuaciones.

Ante esta situación, la solución pasa por una mayor integración en el área del euro, que permita tomar medidas de calado de forma rápida y eficaz, que minimicen el contagio a la economía

real, tal y como ha pasado en los EE.UU, y que no suponga una maraña de aspectos legales que incapaciten la entrada en funcionamiento de los instrumentos, ya creados, de apoyo a los países con problemas. Eurobonos, un supervisor bancario conjunto que aporte un mayor control sobre el sector financiero, estímulos a la demanda interna en países con exceso de ahorro que favorezcan el crecimiento de los países con problemas, son pasos que estarían en el camino para conseguir superar, en un futuro, crisis como la que estamos viviendo actualmente. Las últimas conversaciones entre los líderes europeos parece que van por este camino, por lo que un proyecto común real parece cada día más cercano.

Principales indicadores de coyuntura económica
Economía internacional

| Producto Interior Bruto (PIB) Variación interanual real en % | Media anual | Últimos datos trimestrales | | | | | |
|---|-------------|----------------------------|--------|---------|----------|---------|--------|
| | | IV/2010 | I/2011 | II/2011 | III/2011 | IV/2011 | I/2012 |
| EE.UU. | 2011 1,7 | 3,1 | 2,2 | 1,6 | 1,5 | 1,6 | 2,0 |
| Japón | 2011 -0,7 | 3,3 | -0,1 | -1,7 | -0,5 | -0,5 | 2,6 |
| Reino Unido | 2011 0,7 | 1,7 | 1,6 | 0,4 | 0,3 | 0,5 | -0,1 |
| Área del euro | 2011 1,5 | 2,1 | 2,4 | 1,6 | 1,3 | 0,7 | 0,0 |
| Alemania | 2011 3,1 | 3,8 | 4,6 | 2,9 | 2,7 | 2,0 | 1,2 |
| Francia | 2011 1,7 | 1,8 | 2,4 | 1,7 | 1,5 | 1,2 | 0,3 |

| Indicadores mensuales. Área del euro Variación interanual en % | Media anual | Últimos datos mensuales | | | | | |
|---|-------------|-------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | | 12/2011 | 01/2012 | 02/2012 | 03/2012 | 04/2012 | 05/2012 |
| Índice de Producción industrial (IPI)* | 2011 3,5 | -1,6 | -1,8 | -1,5 | -2,2 | - | - |
| Índice de precios de consumo (IPC) | 2011 2,7 | 2,8 | 2,7 | 2,7 | 2,7 | 2,6 | 2,4 (a) |
| Tasa de paro** | 2011 10,2 | 10,7 | 10,8 | 10,9 | 11,0 | 11,0 | - |

Tipos de interés

| Indicador En % | Final del periodo | Cotización (final del periodo) | | | | | |
|---------------------------|-------------------|--------------------------------|---------|---------|---------|---------|------------|
| | | 01/2012 | 02/2012 | 03/2012 | 04/2012 | 05/2012 | 04/06/2012 |
| Tipos BCE | 2011 1,00 | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 1,00 |
| Euribor 3 meses | 2011 1,36 | 1,13 | 0,99 | 0,78 | 0,71 | 0,67 | 0,66 |
| Euribor 12 meses | 2011 1,95 | 1,75 | 1,62 | 1,42 | 1,31 | 1,23 | 1,22 |
| Deuda alemana a 10 años | 2011 1,82 | 1,81 | 1,79 | 1,81 | 1,66 | 1,22 | 1,22 |
| Tipos FED | 2011 0,25 | 0,25 | 0,25 | 0,25 | 0,25 | 0,25 | 0,25 |
| Deuda EUA a 10 años | 2011 1,88 | 1,80 | 1,94 | 2,21 | 1,92 | 1,56 | 1,52 |
| Tipos Banco de Inglaterra | 2011 0,50 | 0,50 | 0,50 | 0,50 | 0,50 | 0,50 | 0,50 |
| Tipos Banco de Japón | 2011 0,10 | 0,10 | 0,10 | 0,10 | 0,10 | 0,10 | 0,10 |

Economía española y catalana

| Indicadores trimestrales Variación interanual en % | Media anual | Últimos datos | | | | | |
|---|-------------|---------------|--------|---------|----------|---------|--------|
| | | IV/2010 | I/2011 | II/2011 | III/2011 | IV/2011 | I/2012 |
| PIB real España | 2011 0,7 | 0,4 | 0,7 | 0,9 | 0,8 | 0,8 | 0,3 |
| PIB real Cataluña | 2010 0,1 | 1,2 | 1,3 | 0,9 | 0,7 | -0,1 | -0,4 |
| Tasa de paro España** | 2011 21,6 | 20,3 | 21,3 | 20,9 | 21,5 | 22,9 | 24,4 |
| Tasa de paro Cataluña** | 2011 19,3 | 18,0 | 19,0 | 18,1 | 19,4 | 20,5 | 22,2 |
| Ocupación España | 2011 -1,9 | -1,3 | -1,3 | -0,9 | -2,1 | -3,3 | -4,0 |
| Ocupación Cataluña | 2011 -1,9 | -0,1 | 0,0 | -0,2 | -3,1 | -4,0 | -5,2 |
| Transacciones inmobiliarias España | 2011 -29,3 | 14,4 | -30,5 | -40,7 | -5,0 | -29,9 | - |
| Transacciones inmobiliarias Cataluña | 2011 -30,1 | 23,5 | -34,4 | -41,7 | 6,3 | -33,1 | - |

| Indicadores mensuales Variación interanual en % | Media anual | Últimos datos | | | | | |
|--|-------------|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | | 11/2011 | 12/2011 | 01/2012 | 02/2012 | 03/2012 | 04/2012 |
| IPI España * | 2011 -1,4 | -7,0 | -3,5 | -4,4 | -5,3 | -7,5 | - |
| IPI Cataluña * | 2011 -2,4 | -9,1 | -10,1 | -1,1 | 2,4 | -4,7 | - |
| IPC España | 2011 3,2 | 2,4 | 2,0 | 2,0 | 1,9 | 2,1 | 1,9 |
| IPC Cataluña | 2011 3,3 | 3,0 | 2,5 | 2,2 | 2,2 | 2,2 | 2,4 |
| Pernoctaciones hoteleras España | 2011 7,3 | 1,8 | 2,1 | 3,5 | -0,6 | -3,5 | -4,8 |
| Pernoctaciones hoteleras Cataluña | 2011 6,1 | -0,2 | -4,0 | 2,3 | 0,2 | 1,0 | 0,0 |
| Índice de comercio al por menor España*** | 2011 -1,6 | -7,3 | -5,6 | -5,8 | -6,7 | -3,8 | -9,8 |
| Índice de comercio al por menor Cataluña*** | 2011 -5,7 | -8,6 | -5,8 | -2,3 | -3,3 | -2,1 | -10,8 |

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

Fuente: Thomson Reuters Datastream.

