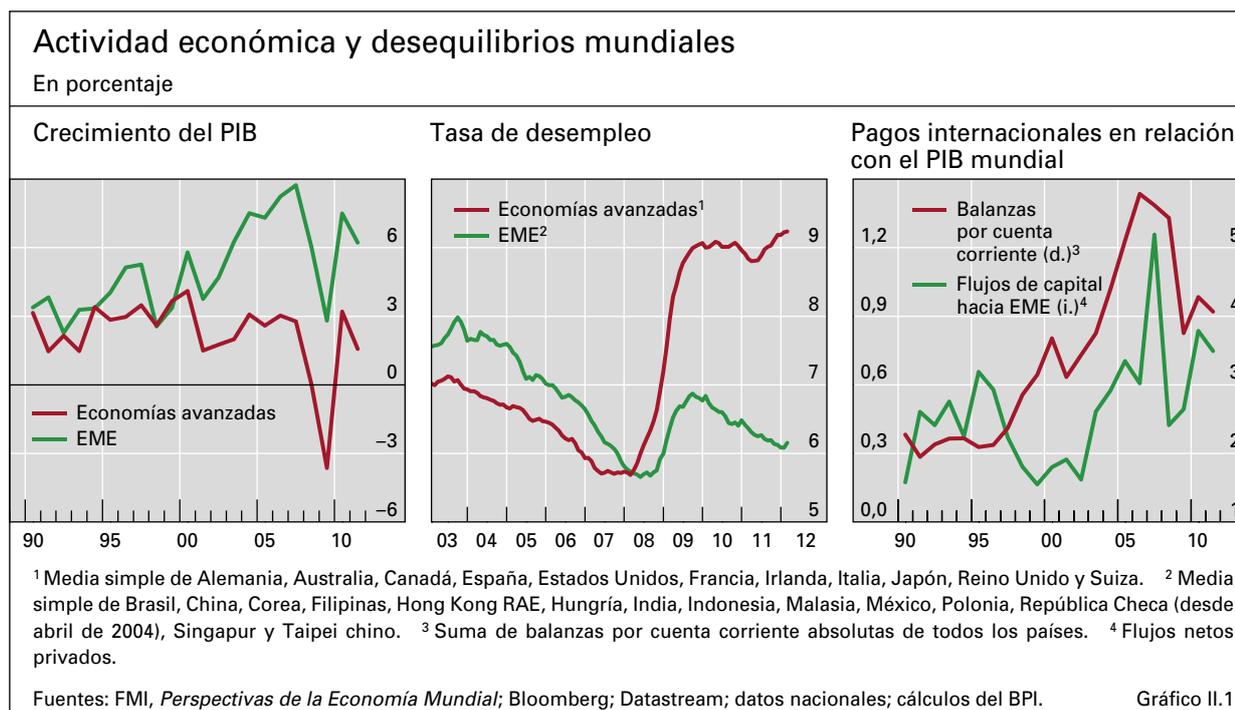


II. Retrospectiva del año

La recuperación económica mundial se desaceleró a lo largo del pasado año. El encarecimiento de las materias primas y la intensificación de la crisis de deuda soberana en la zona del euro golpearon a la economía mundial en un momento en el que las debilidades estructurales sin resolver seguían pesando como un lastre sobre ella. Los incrementos en los precios de las materias primas aceleraron las presiones inflacionistas en las economías de mercado emergentes (EME) que crecían con fuerza, provocando un endurecimiento de las políticas para moderar el crecimiento de la demanda. En las economías avanzadas, con menor crecimiento económico y más capacidad productiva ociosa, el encarecimiento de las materias primas no generó tanta presión inflacionista, pero sí minoró el gasto discrecional, ya contenido por efecto de la amortización de deuda iniciada por los hogares. La intensificación de la crisis en la zona del euro conllevó un aumento de la aversión al riesgo en todo el mundo y una creciente inquietud por la exposición al riesgo soberano, y condujo en último término a tensiones en el sector bancario. La expansión mundial dio muestras de más firmeza en los primeros meses de 2012 tras una nueva ronda de intervenciones de los bancos centrales, pero la persistencia de desequilibrios sectoriales y geográficos en la economía mundial impidió que se afianzara un crecimiento sostenido.



La recuperación mundial se desaceleró en 2011

La recuperación económica mundial se ralentizó en 2011. En el conjunto del año el producto mundial creció un 3,9%, cifra ligeramente inferior a la tasa de crecimiento medio de la década anterior a la crisis financiera, pero claramente lejos del 5,3% de 2010. El ritmo de crecimiento en las economías avanzadas se redujo a la mitad, hasta apenas el 1,6% (Gráfico II.1, panel izquierdo), por efecto del significativo debilitamiento de las economías de Estados Unidos y del Reino Unido y la pronunciada caída de la actividad en Japón después del terremoto de marzo de 2011, al tiempo que el crecimiento económico se mantenía prácticamente sin cambios en el conjunto de la zona del euro.

En general, el impulso económico en las economías avanzadas careció de fuerza suficiente para generar una recuperación sólida y autosostenible. El lastre sobre el consumo privado persistió y el desempleo siguió alto, cuando no aumentó (Gráfico II.1, panel central). La caída de precios de los inmuebles y el elevado endeudamiento siguieron lastrando la posición patrimonial de los hogares en las economías maduras más perjudicadas por la crisis financiera (véase Capítulo III). La debilidad del sector de los hogares también afectó al gasto empresarial y, en líneas generales, la mermada capacidad financiera del sector público no dejó margen alguno para un estímulo fiscal adicional.

El crecimiento de las EME rondó el 6% en 2011, moderándose tan solo levemente con respecto a 2010 (Gráfico II.1, panel izquierdo). Asia emergente creció el 7,8%, destacando China (9,2%) y la India (7,2%); América Latina lo hizo un 4,5%. En Europa central y oriental, el crecimiento en el conjunto de 2011 se mantuvo prácticamente sin variación en el 5,3%.

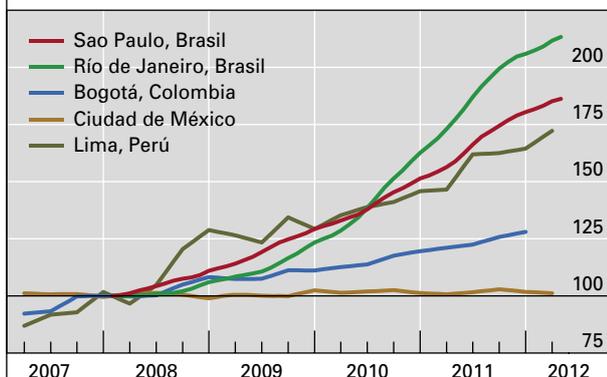
Durante el periodo analizado, el rápido crecimiento de las EME estuvo en muchos casos asociado con indicios de recalentamiento interno, como una mayor inflación, un fuerte crecimiento del crédito y alzas en los precios de los activos. En términos reales, el crédito general al sector privado siguió creciendo con rapidez en América Latina y Asia emergente, y la revalorización de la vivienda rondó o superó máximos históricos en las principales ciudades de América Latina y China (Gráfico II.2). Aun así, el aumento de los precios de la vivienda parece haberse ralentizado recientemente y, en algunos casos, los precios incluso han caído.

Como reflejo de la expansión económica mundial a dos velocidades, los desequilibrios externos mantuvieron su amplitud. Los desequilibrios por cuenta corriente mundiales, aun siendo ligeramente inferiores a los de 2010, no se alejaron del 4% del PIB mundial, un nivel elevado con relación a los patrones históricos (Gráfico II.1, panel derecho, línea roja). Las principales economías avanzadas registraron una vez más déficits por cuenta corriente considerables, con las notables excepciones de Alemania y Japón. En Asia emergente, los superávits por cuenta corriente, aunque menores, continuaron siendo apreciables. Por su parte, América Latina y Europa central y oriental registraron déficits por cuenta corriente. En 2011, el flujo neto de capital privado hacia las EME fue también de los mayores jamás registrados (Gráfico II.1, panel derecho, línea verde). Aun así, pocas monedas de economías de mercado emergentes se apreciaron significativamente frente a las monedas principales, y muchas de ellas de hecho se depreciaron.

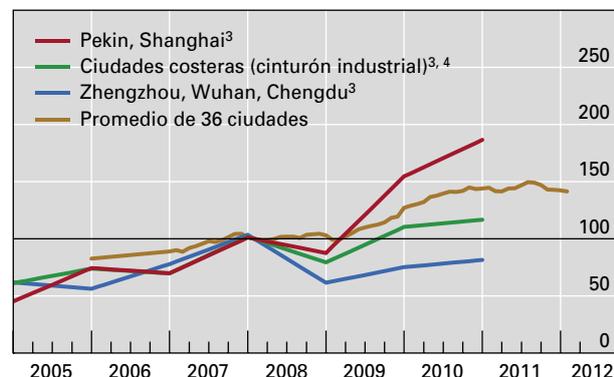
Precios reales de los inmuebles en algunas ciudades de economías de mercado emergentes¹

1 de enero de 2008 = 100

América Latina²



China

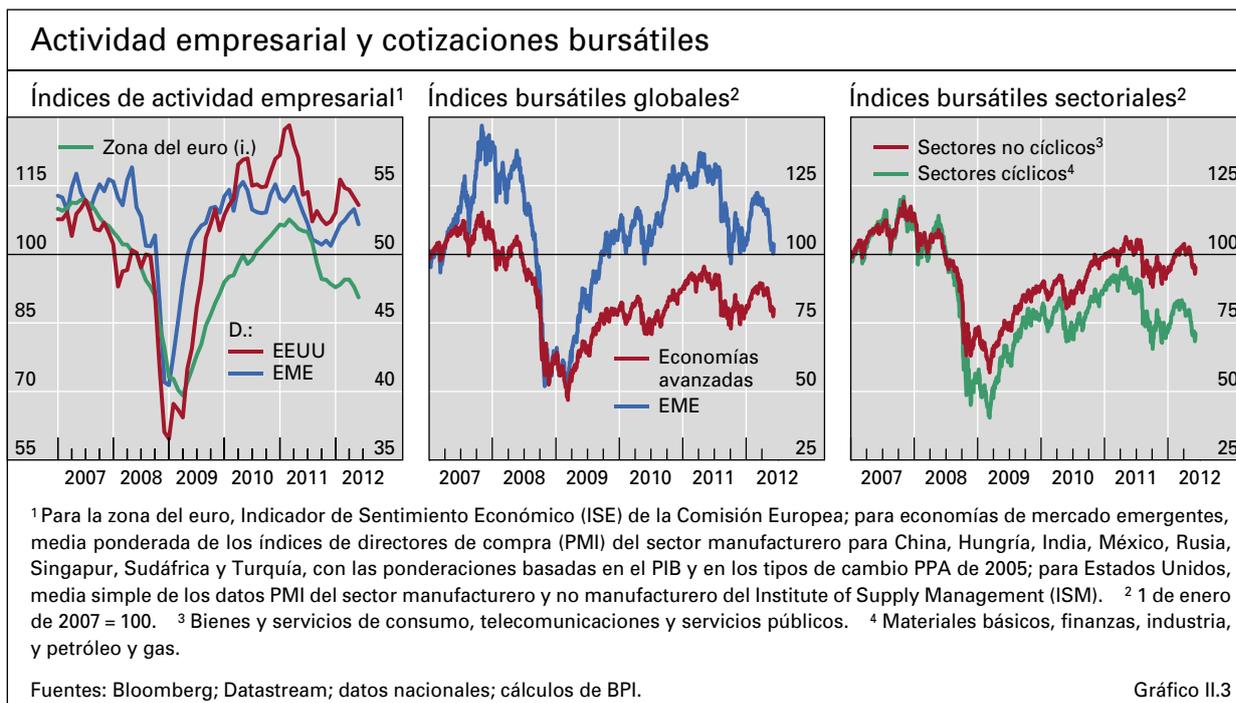


¹Precios nominales deflactados por los índices de precios de consumo nacionales. ² Para Brasil, índice FipeZap de precios de viviendas; para Colombia, índices de precios de nueva vivienda; para México, índice SHF de precios de la vivienda; para Perú, índice de precios de venta por metro cuadrado (apartamentos de distritos seleccionados de Lima). ³ Promedio de precios del suelo residencial. ⁴ Changchun, Dalian, Fuzhou, Guangzhou, Hangzhou, Nanning, Ningbo, Qingdao, Shenyang, Shenzhen y Xiamen.

Fuentes: J. Wu, Y. Deng y H. Liu, «House price index construction in the nascent housing market: the case of China», *Institute of Real Estate Studies Working Paper Series*, National University of Singapore, junio de 2011; Banco de la República (Colombia); Banco Central de Reserva de Perú; CEIC; Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE, Colombia); National Development and Reform Commission (China); Sociedad Hipotecaria Federal (México); datos nacionales; cálculos del BPI. Gráfico II.2

La recuperación mundial empezó a flaquear en el segundo trimestre del año. Por entonces, los indicadores de actividad económica perdieron fuelle de forma notoria en Estados Unidos, seguidos por los correspondientes a las EME y, en el segundo semestre de 2011, por los de Europa, que se deterioraron de forma relativamente marcada (Gráfico II.3, panel izquierdo). Los precios de numerosos activos financieros sensibles al crecimiento disminuyeron. Los principales índices bursátiles del mundo registraron caídas, con descensos relativamente pronunciados en las cotizaciones de los valores cíclicos (Gráfico II.3, paneles central y derecho). Por lo general, los diferenciales de los valores de renta fija privada se ampliaron, en particular los relativos a emisiones con calificaciones crediticias bajas o inferiores al grado de inversión.

Esta evolución reflejó dos importantes perturbaciones que pusieron al descubierto la debilidad subyacente de la economía mundial en relación con los desequilibrios internos y externos. En primer lugar, las materias primas, que ya se habían encarecido significativamente, mantuvieron su carestía en un entorno caracterizado por una fuerte demanda procedente de las EME. Esto redujo la renta disponible de los hogares en Estados Unidos y otras economías avanzadas, en un contexto de alto desempleo y reestructuración de balances. En cambio, su principal efecto en varias EME fue un repunte de la inflación, que a su vez provocó un endurecimiento de las políticas. En segundo lugar, los inversores de los mercados financieros mostraron creciente precaución ante la calidad crediticia de algunos gobiernos de la zona del euro y el grado de exposición de la banca europea al riesgo de crédito soberano. En el segundo



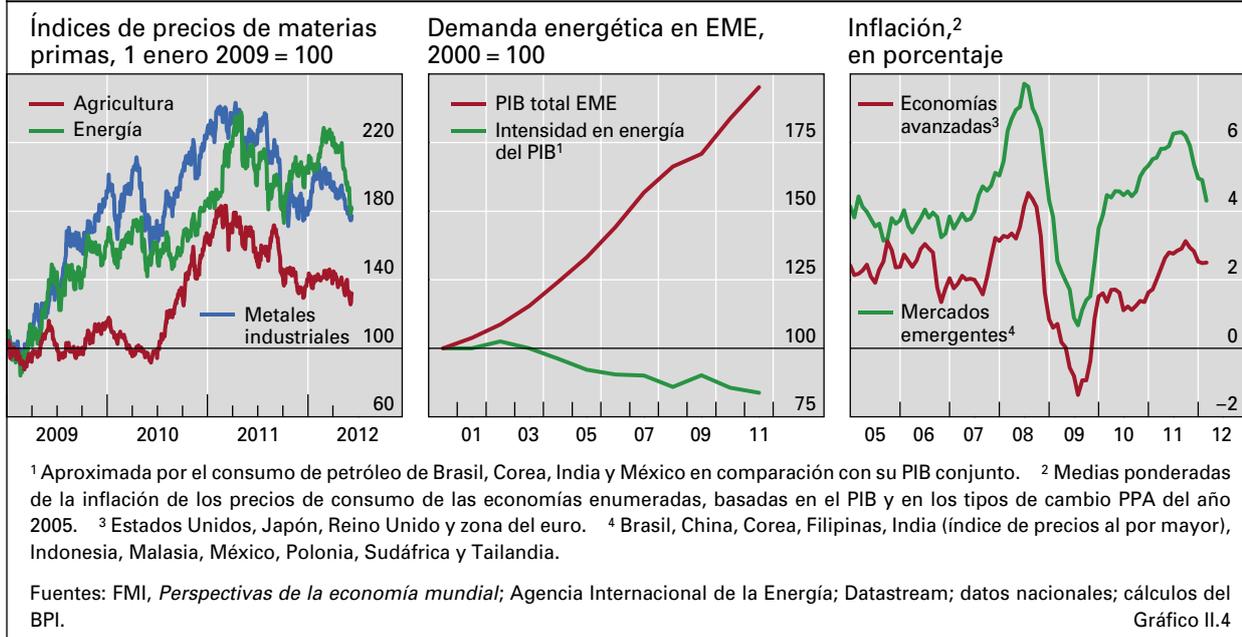
semestre del año, el fuerte incremento de la aversión al riesgo a nivel mundial, la contención presupuestaria y las crecientes presiones para que los bancos prosiguieran el desapalancamiento terminaron por minar la demanda.

La carestía de las materias primas surtió efectos diferentes entre países

Las materias primas se encarecieron de forma muy pronunciada hasta el final del primer trimestre de 2011 (Gráfico II.4, panel izquierdo). En concreto, desde su mínimo cíclico de mediados de 2010, los precios de las materias primas agrícolas se duplicaron, mientras la energía y los metales industriales se encarecieron más de un 50%. En los seis meses siguientes, los precios de las materias primas retrocedieron un 20%–30%. Desde el final del tercer trimestre, no obstante, el coste de los recursos energéticos repuntó un 20% aproximadamente, mientras que las materias primas agrícolas y los metales industriales mantuvieron sus precios relativamente estables. En 2011, todos estos precios permanecieron muy por encima de sus niveles medios de 2009–2010.

Al fuerte encarecimiento contribuyeron diversos factores adversos por el lado de la oferta. Las desfavorables condiciones climáticas y malas cosechas elevaron los precios de las materias primas agrícolas en el segundo semestre de 2010 y principios de 2011. Asimismo, los disturbios políticos en Oriente Medio y el Norte de África en los primeros meses de 2011 amenazaron con interrumpir el suministro de petróleo y provocaron alzas en sus precios, sin que el moderado aumento de la oferta por los principales países productores de petróleo bastase para frenar esta tendencia. Los riesgos geopolíticos para el suministro, relacionados esta vez con Irán, impulsaron de nuevo los precios del petróleo a finales de 2011 y comienzos de 2012.

Mercados de materias primas e inflación



Además de las perturbaciones de oferta, el patrón de crecimiento mundial contribuyó a mantener la carestía de las materias primas. La integración en las cadenas de producción mundiales y rápido desarrollo económico de las EME generó una fuerte demanda, especialmente de energía y metales industriales, pero también de materias primas agrícolas. Como se refleja en el Gráfico II.4 (panel central), el crecimiento del PIB ha estado por encima de las ganancias de eficiencia energética en las principales EME durante la última década. Ante la limitada capacidad productiva ociosa, los precios del petróleo y de otras materias primas mostraron una alta sensibilidad a los cambios en las expectativas de crecimiento. En 2011, la variación asociada de los precios de las materias primas tendió a refrenar la recuperación mundial.

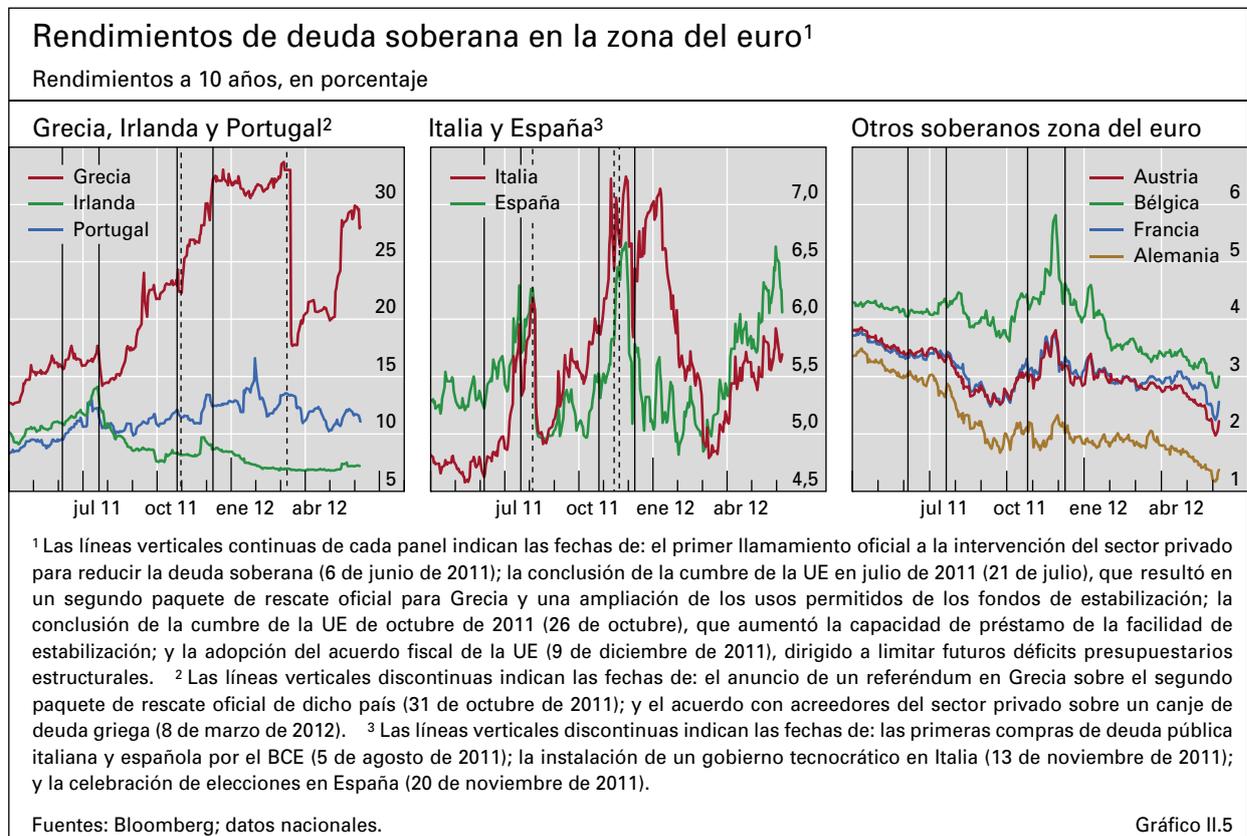
Los fuertes aumentos de los precios de las materias primas a comienzos de 2011 y la escasa capacidad productiva sobrante provocaron un repunte de la inflación general en las EME en meses posteriores. A mediados de 2011, la inflación media en estas economías superaba el 6%, una de las tasas más altas de la última década (Gráfico II.4, panel derecho). Las presiones inflacionistas eran elevadas, ya que en estos países la energía y los alimentos representan una proporción del consumo mucho mayor que en las economías avanzadas.

El encarecimiento de la energía hizo subir también la inflación general en las economías avanzadas, pero la capacidad productiva ociosa contuvo en ellas los efectos de segunda ronda. Los altos precios energéticos minoraron la capacidad adquisitiva de unos hogares ya lastrados por el elevado desempleo y una tensa situación financiera. En Estados Unidos, por ejemplo, los hogares destinaron un 2% más de sus ingresos a combustibles. Con una tasa de desempleo superior al 9% y caídas en el precio de la vivienda y las cotizaciones bursátiles, la confianza de los consumidores estadounidenses se desplomó en el verano de 2011.

En parte debido al distinto impacto de estos cambios en los precios de las materias primas, las respuestas de política monetaria de las EME difirieron de las dadas en las economías avanzadas en el segundo y tercer trimestres de 2011. Mientras que numerosas EME endurecieron su política monetaria ante la aceleración de la inflación, los bancos centrales de las principales economías avanzadas optaron por revertir medidas restrictivas anteriores o bien relajaron todavía más sus políticas adoptando medidas extraordinarias.

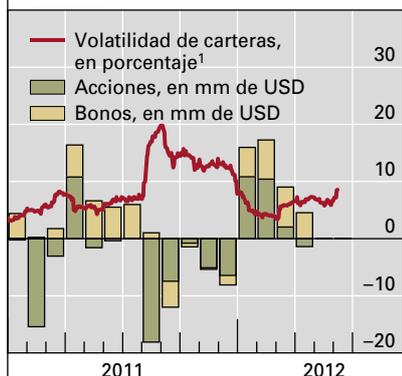
Se intensifica la crisis de la deuda soberana de la zona del euro

La crisis de la deuda soberana de la zona del euro se intensificó a mediados de 2011. En meses anteriores, el rendimiento de la deuda pública de países sujetos a programas de apoyo oficiales —Grecia, Irlanda y Portugal— se había incrementado sustancialmente (Gráfico II.5, panel izquierdo), mientras que el de otros países se había mantenido bastante más estable. No obstante, los rendimientos correspondientes a España e Italia, dos emisores de envergadura muy superior, experimentaron entonces un ascenso importante y sostuvieron su tendencia al alza durante gran parte del segundo semestre (Gráfico II.5, panel central). Asimismo, hacia el final de 2011, el rendimiento de algunos de los bonos soberanos de la zona del euro con mejor calificación crediticia, como los de Austria, Bélgica y Francia también aumentó, ampliándose con respecto al de los bonos alemanes (Gráfico II.5, panel derecho).

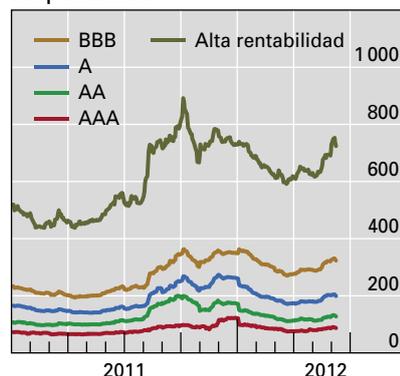


Activos seguros y de riesgo

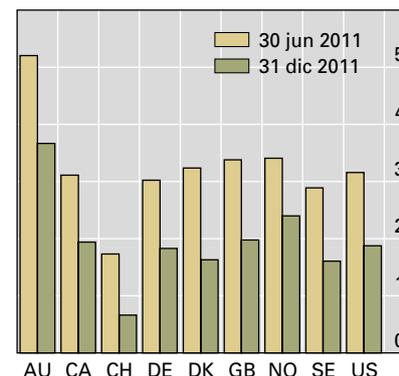
Flujos de cartera netos dirigidos a EME



Diferenciales de bonos corporativos



Rendimientos de deuda pública³



AU = Australia; CA = Canadá; CH = Suiza; DE = Alemania; DK = Dinamarca; GB = Reino Unido; NO = Noruega; SE = Suecia; US = Estados Unidos.

¹ Volatilidad anualizada de los rendimientos diarios, calculados durante los 22 días hábiles anteriores, de una cartera hipotética que incluye el índice bursátil mundial MSCI (ponderación del 60%), el índice global de bonos de alta calificación de Merrill Lynch (ponderación del 35%) y el índice de bonos de alta rentabilidad y de mercados emergentes de Merrill Lynch (ponderación del 5%). ² Diferenciales ajustados a la opción de rendimientos de índices de bonos corporativos globales respecto del rendimiento de la deuda pública, en puntos básicos. ³ A 10 años, en porcentaje.

Fuentes: Bloomberg; Datastream; EPFR; Merrill Lynch; cálculos del BPI.

Gráfico II.6

Varios factores contribuyeron a esta intensificación. En primer lugar, los prestamistas oficiales, que estaban estudiando un segundo paquete de ayudas a Grecia, exigieron que el sector privado participase en reducir la carga de la deuda de Grecia como condición para conceder préstamos adicionales, lo que creó incertidumbre entre los tenedores de obligaciones sobre el tratamiento que recibirían en caso de futuros programas de apoyo oficiales de la zona del euro. En segundo lugar, el crecimiento en la zona del euro empezaba a ralentizarse, dificultando a los gobiernos de la región reforzar sus posiciones financieras a corto plazo. En tercer lugar, la rebaja de la calificación crediticia de Estados Unidos por una agencia de calificación hizo que los inversores prestaran mayor atención a la sostenibilidad de las finanzas públicas.

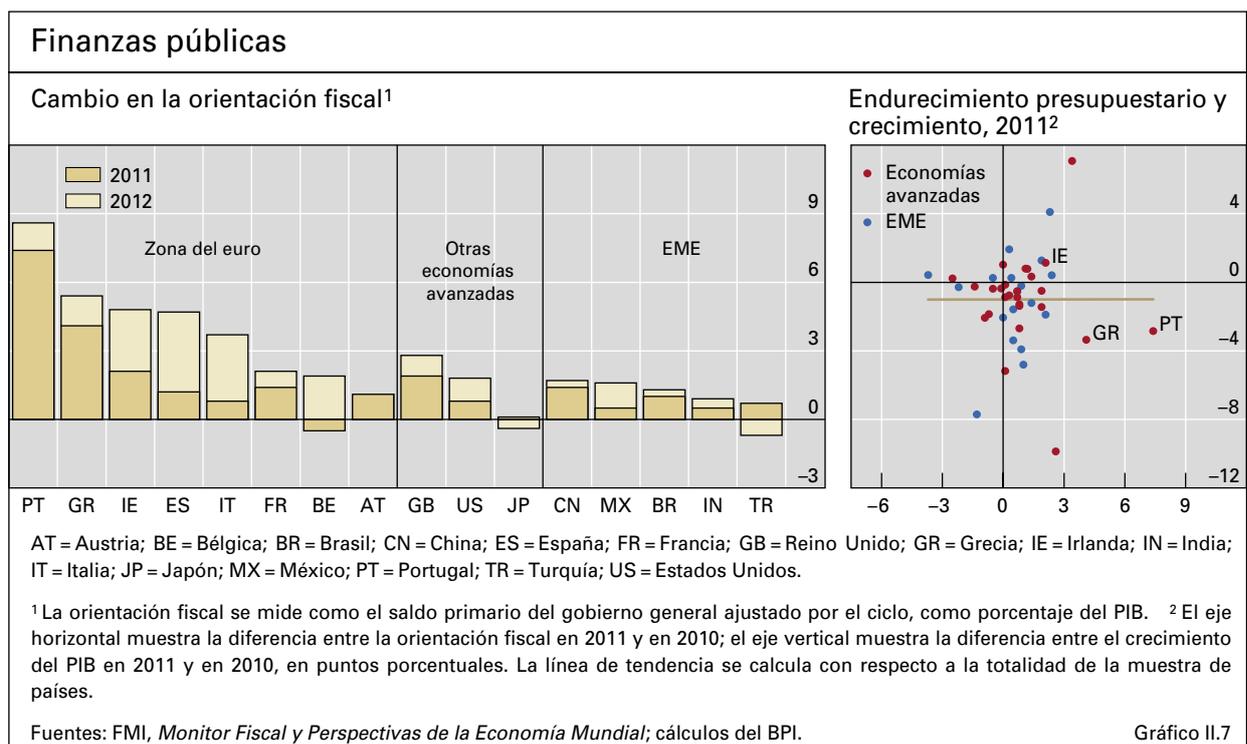
En el segundo semestre de 2011 se adoptaron diversas medidas oficiales para abordar la crisis. En agosto, el BCE reactivó las adquisiciones de deuda pública de la zona del euro. El rendimiento de las deudas de España e Italia registró inicialmente una fuerte caída, pero a las pocas semanas retomó la senda ascendente ante la preocupación de los mercados por la capacidad de los gobiernos para aplicar las medidas de consolidación fiscal acordadas con los socios europeos. La ampliación en julio de los usos permitidos del fondo de estabilización de la zona del euro y en octubre de su capacidad de préstamo pareció tener un efecto aún más efímero sobre los rendimientos. Sin embargo, el pacto fiscal alcanzado a finales de 2011 para limitar los déficits presupuestarios estructurales fue el preludio de reducciones más significativas y sostenidas de los rendimientos (véase Capítulo V).

La crisis de la deuda pública en la zona del euro aumentó la aversión al riesgo en los mercados financieros mundiales, ajustándose las carteras al contexto de mayor riesgo soberano. Por ejemplo, al aumentar la volatilidad de

las carteras en agosto, los inversores internacionales empezaron a vender bonos y acciones de mercados emergentes, un cambio de tendencia que se mantuvo durante casi todo el segundo semestre de 2011 (Gráfico II.6, panel izquierdo). La demanda de acciones y de bonos corporativos en economías avanzadas también disminuyó, provocando caídas de precios y alzas en los diferenciales, en especial en los bonos de menor calificación (Gráfico II.6, panel central).

Algunos activos financieros se beneficiaron de los flujos de fondos en busca de seguridad. Fue el caso de la deuda pública de Alemania, Australia, Canadá, Estados Unidos, los países nórdicos, el Reino Unido y Suiza, cuyo rendimiento cayó hasta niveles históricamente muy bajos durante el segundo semestre de 2011 (Gráfico II.6, panel derecho). La demanda fue tal que el rendimiento de algunos bonos a muy corto plazo registró puntualmente valores negativos. El yen y el franco suizo también se apreciaron notablemente como consecuencia de los ajustes de cartera asociados a dichos flujos de fondos. Para contrarrestar estas tendencias, las autoridades japonesas vendieron yenes en los mercados de divisas, llegando a batir su récord de volumen de negociación diario, al tiempo que el Banco Nacional de Suiza establecía un tope superior para el cruce del franco con el euro.

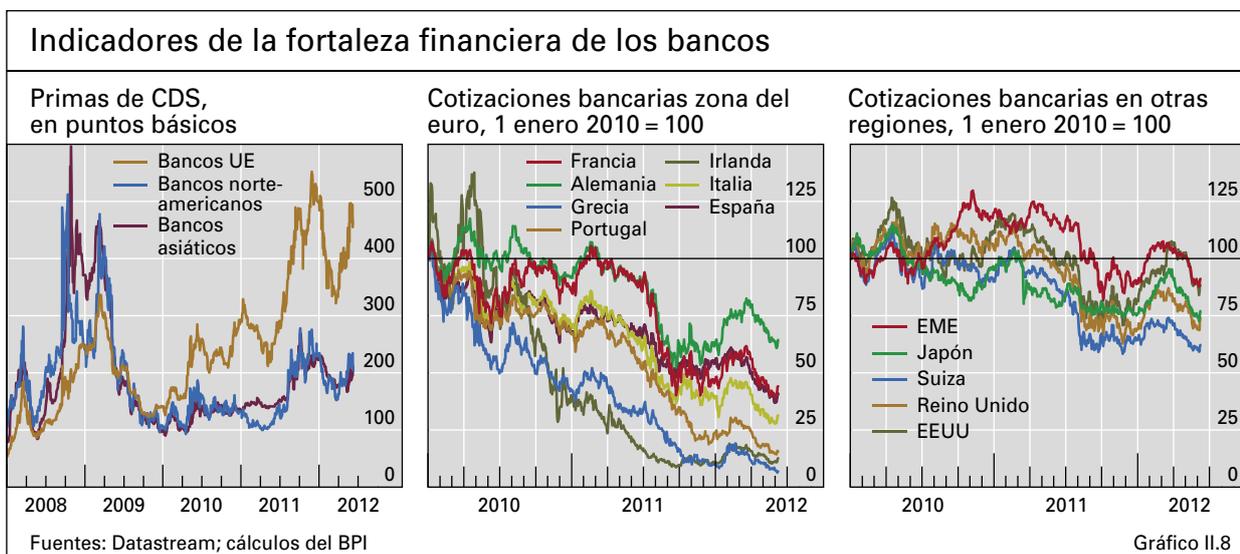
Muchas economías avanzadas y emergentes endurecieron sus políticas fiscales (Gráfico II.7, panel izquierdo). Mientras que las economías avanzadas adoptaron políticas más restrictivas ante las dudas suscitadas por la sostenibilidad de sus finanzas, las economías emergentes lo hicieron para contener la demanda interna. En concreto, los países de la zona del euro fueron los que más se ajustaron el cinturón. En Grecia, Irlanda y Portugal, los programas de apoyo oficiales también impusieron un importante ajuste fiscal, que exigía reducir el déficit presupuestario en varios puntos porcentuales del

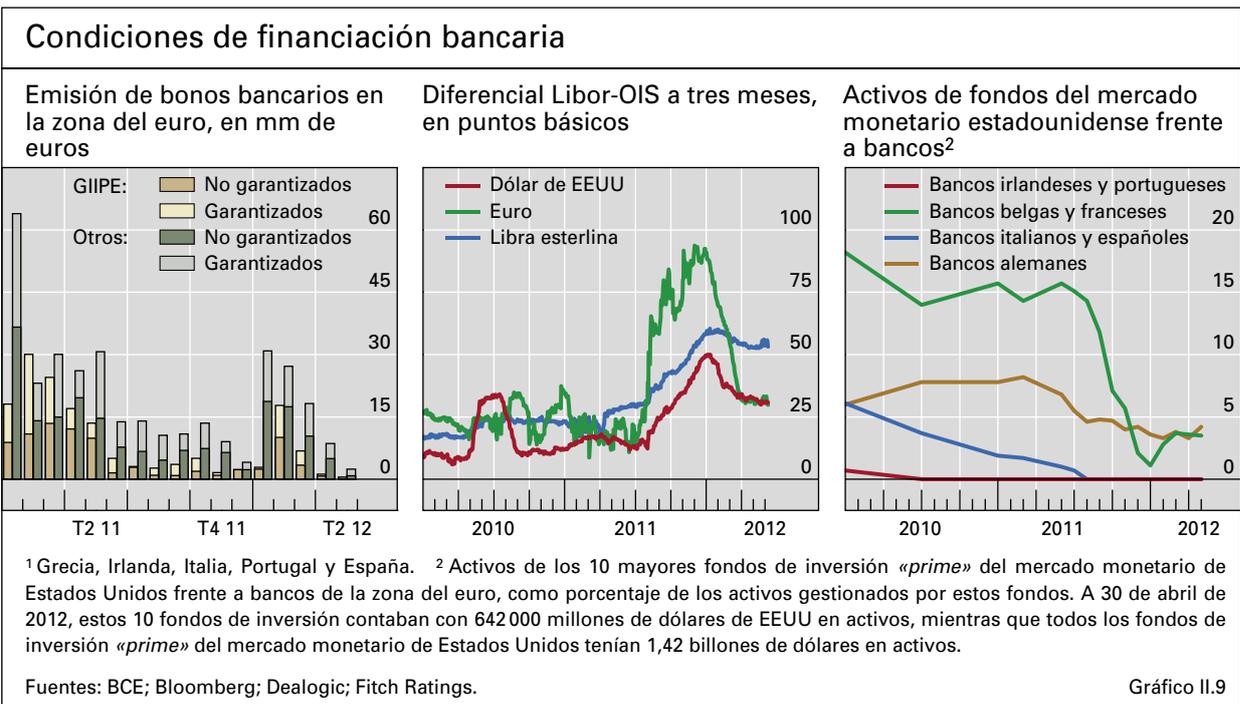


PIB. Algunas de las mayores economías de la zona del euro como España, Francia e Italia también adoptaron una orientación fiscal más restrictiva. Entre los países no pertenecientes a la zona del euro, el Reino Unido, cuya calificación crediticia había sido puesta en revisión y señalada con perspectiva negativa por dos de las principales agencias de calificación, prosiguió con la contención del déficit presupuestario. Estados Unidos también endureció algo su orientación fiscal, pese a prorrogar ciertas desgravaciones en el impuesto sobre la renta y prestaciones de desempleo suplementarias en 2011 y 2012. Japón fue la única de las principales economías avanzadas que relajó su política fiscal para poder hacer frente a los gastos de reconstrucción tras el terremoto. Algunas EME también endurecieron de forma moderada su política fiscal, a fin de contener la demanda interna. No obstante, esta consolidación fiscal no parece haber estado asociada de forma sistemática a la desaceleración del crecimiento económico registrada en 2011 (Gráfico II.7, panel derecho).

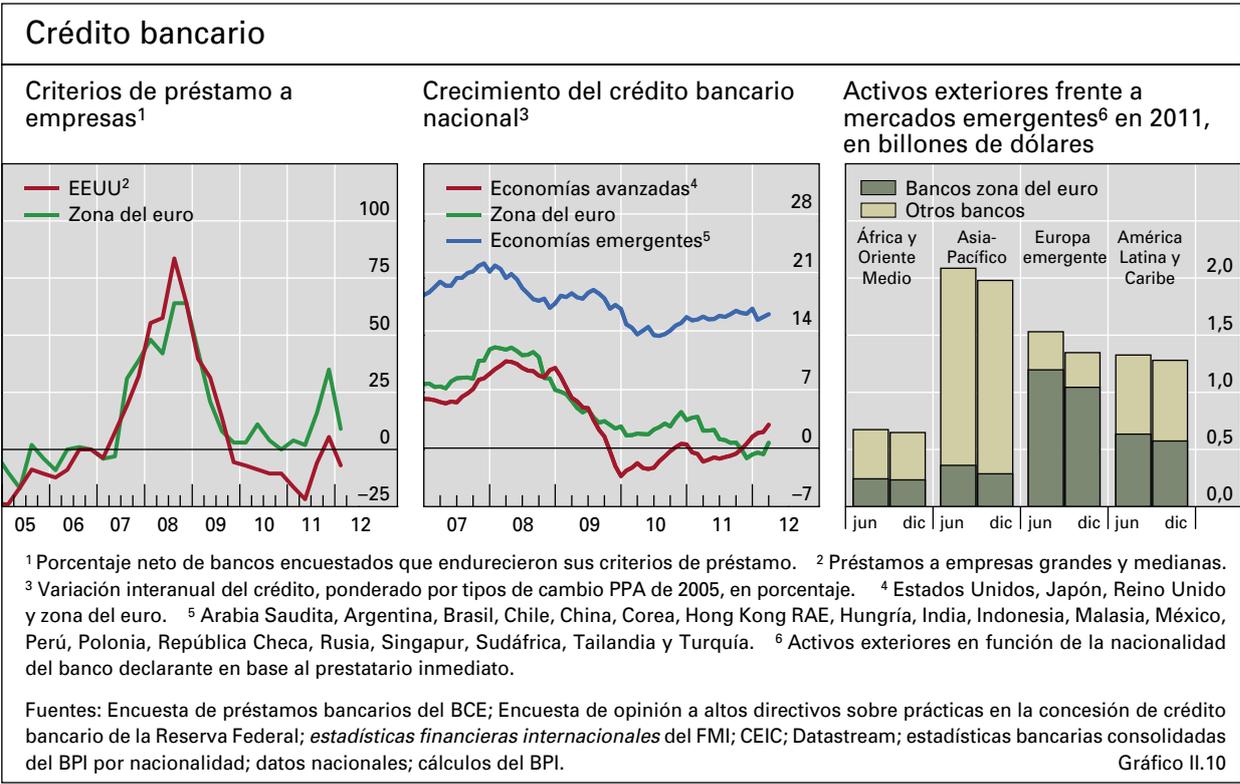
Caída de la financiación bancaria y la oferta de crédito en Europa

La crisis de la deuda soberana de la zona del euro sometió a la banca europea a tensiones crecientes en el segundo semestre de 2011. A éstas contribuyeron la incertidumbre sobre la exposición de las entidades bancarias al riesgo de crédito soberano y las dudas sobre la capacidad de los gobiernos para ayudar a las entidades en dificultades. Al deteriorarse la percepción de solvencia crediticia de los bancos europeos, las primas de sus *swaps* de incumplimiento crediticio (CDS) se dispararon (Gráfico II.8, panel izquierdo). Los precios de las acciones bancarias se hundieron en aquellos países cuya deuda soberana más se había deteriorado, registrando marcados descensos en el resto de la zona del euro (Gráfico II.8, panel central). No obstante, la crisis afectó también a bancos de otras regiones, como muestra la evolución de las cotizaciones bursátiles (Gráfico II.8, panel derecho) y de las primas de los CDS.





Las condiciones de financiación bancaria en la zona del euro empeoraron rápidamente en otoño de 2011. Los depositantes empezaron a retirar fondos de entidades bancarias de España y, en menor medida, de Italia, que se sumaron a la continua salida de depósitos bancarios de Grecia e Irlanda. Los mercados de deuda no garantizada prácticamente se cerraron para muchos bancos de la zona del euro (Gráfico II.9, panel izquierdo) y el coste de



endeudamiento en el mercado interbancario se incrementó de forma significativa para las operaciones en euros, pero también en dólares y libras esterlinas (Gráfico II.9, panel central). La disponibilidad de financiación en dólares se redujo para los bancos de la zona del euro, en parte al reducir sus exposiciones los fondos de inversión en activos del mercado monetario estadounidenses (Gráfico II.9, panel derecho).

Ante la mayor presión para desapalancarse, los bancos de la zona del euro acentuaron su preferencia por concentrar los préstamos en sus respectivos países. En conjunto, en el último trimestre de 2011 los bancos de la zona del euro endurecieron sus criterios de concesión de crédito a empresas más que los bancos en Estados Unidos (Gráfico II.10, panel izquierdo). Mientras la tasa de crecimiento del crédito de bancos de la zona del euro a prestatarios internos no financieros cayó hasta cero (Gráfico II.10, panel central), su concesión de crédito a otras regiones se redujo de forma más sustancial. Entre mediados y finales de 2011, los activos exteriores de bancos de la zona del euro frente a prestatarios de EME se redujeron un 12%: un 4% en África y Oriente Medio, un 20% en Asia y el Pacífico, un 13% en Europa emergente y un 9% en América Latina y el Caribe (Gráfico II.10, panel derecho). Dicha reducción fue especialmente fuerte en el caso de préstamos con una elevada ponderación por riesgo, como los préstamos apalancados o la financiación de proyectos, así como otros que suelen requerir financiación en dólares, como el arrendamiento de aeronaves y embarcaciones o la financiación al comercio.

Siendo así, el crédito bancario antes prestado desde la zona del euro se vio sustituido en gran medida por otras vías de financiación. En algunos casos, se recurrió a otros grandes prestamistas internacionales (Gráfico II.10, panel derecho). Algunos bancos australianos, japoneses y británicos ya centrados en Asia emergente incrementaron el crédito a la región. Los prestamistas internos también impulsaron el crédito, en especial en el caso de América Latina; en menor medida en Europa emergente, donde los bancos de Europa occidental tenían una importante cuota de mercado. Por su parte, algunos importantes prestamistas corporativos optaron por los mercados de renta fija, donde la emisión bruta creció casi un 30% en el último trimestre de 2011.

Fragilidad del crecimiento mundial a comienzos de 2012

La fragilidad de la economía y las crecientes tensiones en los mercados financieros mundiales a finales de 2011 se tradujeron en una nueva ronda de medidas de apoyo por parte de los bancos centrales (véase Capítulo IV). La Reserva Federal se comprometió a comprar valores del Tesoro de Estados Unidos a largo plazo por valor de 400 000 millones de dólares, financiados con la venta de valores a corto plazo. Asimismo, anunció su intención de mantener la tasa de interés oficial a corto plazo en niveles excepcionalmente bajos al menos hasta el final de 2014. El Banco de Inglaterra y el Banco de Japón continuaron ampliando sus programas de adquisición de activos financieros. Por su parte, los bancos centrales de Brasil, China, Filipinas, la India, Indonesia y Turquía también relajaron sus políticas monetarias. En diciembre de 2011, el

BCE anunció ofertas de financiación a bancos de la zona del euro a tres años, aceptando a tal efecto un conjunto más amplio de activos como garantía. Los principales bancos centrales ya habían acordado reducir el coste de sus líneas bilaterales de *swaps* de divisas, lo que les permitiría permutar euros por dólares con los bancos a un menor precio.

Estas medidas trajeron consigo mejoras importantes en los mercados de financiación bancaria (Gráfico II.9) y en los mercados financieros en general. Las dos subastas de financiación a tres años celebradas por el BCE en diciembre de 2011 y febrero de 2012 permitieron a los bancos de la zona del euro prefinanciar gran parte de sus amortizaciones de deuda no garantizada con vencimiento en 2014. Además, los bancos utilizaron parte de este dinero para comprar activos, entre ellos bonos soberanos de la zona del euro, cuyos rendimientos se redujeron de forma significativa (Gráfico II.5). En líneas generales, el apoyo estratégico adicional consiguió estimular el precio de una amplia gama de activos durante los primeros meses de 2012. La concreción de la reestructuración ordenada de la deuda griega en marzo también eliminó el riesgo de deterioro de los precios de los activos.

La actividad económica mundial pareció recuperarse ligeramente en el primer trimestre de 2012. En Estados Unidos, la tasa de desempleo disminuyó, de la mano de un importante aumento de la confianza y del gasto de los consumidores. En Japón, los pedidos de maquinaria y la inversión empresarial dinamizaron la actividad, mientras la economía seguía repuntando después de los efectos del terremoto de marzo de 2011. Tras contraerse en el último trimestre de 2011, el PIB de la zona del euro se estabilizó, y la actividad de varias EME aumentó su ritmo de crecimiento, en particular en América Latina y el sudeste asiático.

Dicho esto, el crecimiento económico sostenible no acabó de afianzarse, y la actividad económica cayó en el segundo trimestre. En abril y mayo, una batería de indicadores económicos peores de lo esperado en Estados Unidos coincidió con una nueva ralentización de la creación de empleo. En China, los indicadores de actividad se debilitaron de forma significativa a partir de 2012, si bien esta ralentización fue en parte como resultado de las medidas adoptadas para reconducir su crecimiento hacia niveles más sostenibles. El crecimiento de la economía también se debilitó con fuerza en Brasil y la India, en especial en los sectores agrícola y manufacturero. En la zona del euro, el crecimiento pareció contraerse de nuevo en el segundo trimestre de 2012.

Los riesgos financieros en la zona del euro también se intensificaron en el segundo trimestre de 2012, debido principalmente a la inquietud ante la futura orientación de las políticas en Grecia tras las elecciones. Las retiradas de depósitos y otras salidas de capitales aumentaron en países considerados vulnerables a un eventual empeoramiento de la crisis. En particular, la retirada de depósitos bancarios se aceleró en mayo en Grecia, cuyos bancos habían perdido ya aproximadamente un tercio de los depósitos de no residentes y una cuarta parte de los depósitos locales no financieros (Gráfico II.11, panel izquierdo). Los depositantes extranjeros también retiraron fondos de bancos de España, Irlanda, Italia y Portugal, mientras que los depósitos locales se

