

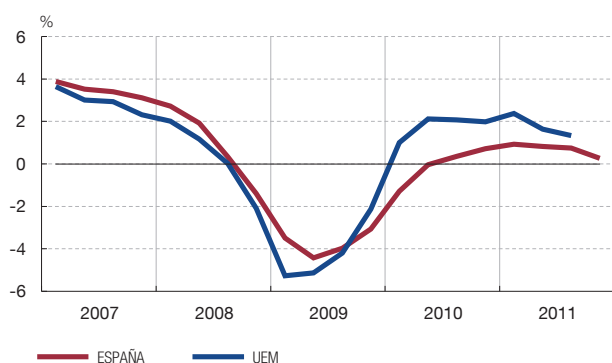
A lo largo de 2011, la modesta recuperación que había emprendido la economía española un año antes se fue debilitando, a medida que la crisis de la deuda soberana en la UEM se fue extendiendo a un número mayor de países y se recrudecían las tensiones en los mercados financieros. Tras el estancamiento de la actividad en el tercer trimestre, se estima que la economía se contrajo en el cuarto, con una caída intertrimestral del PIB del 0,3 %. En términos de la tasa de variación interanual, el producto siguió aumentando, en un 0,3 %, cifra que es cinco décimas inferior a la del período anterior. Por el lado del gasto, la demanda nacional habría retrocedido a una tasa ligeramente superior a la de julio-septiembre (0,5 % intertrimestral), mientras que la aportación positiva de la demanda exterior, de 0,3 pp, fue algo inferior a la del trimestre previo, reflejando la ralentización de los mercados de exportación en los meses finales del ejercicio.

Con este cierre del año, el PIB habría aumentado en 2011 un 0,7 %, tras sendos retrocesos en los dos años precedentes, ampliándose la brecha de crecimiento con respecto a los países centrales de la zona del euro. Se estima que detrás de esta evolución se encuentra una nueva contracción de la demanda interna (del 1,3 %), que se explica casi en su totalidad por la contribución negativa de la inversión en construcción y por el retroceso del consumo público. Estos efectos no pudieron ser contrarrestados por el consumo de los hogares y la inversión en equipo, cuyo impulso inicial fue dando muestras de fatiga a medida que avanzaba el año. En cambio, la demanda exterior neta mitigó, por cuarto año consecutivo, el impacto de la contracción del gasto interno sobre la actividad, con una contribución positiva de 2 pp, apoyada en la fortaleza de las exportaciones y en la debilidad de las importaciones, en línea con el bajo tono de la demanda final.

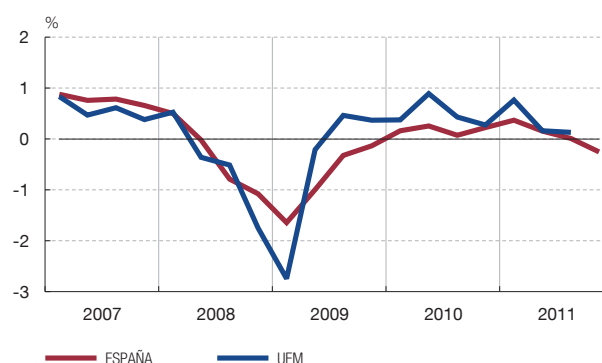
Por el lado de la oferta, el valor añadido de todas las ramas productivas, excepto el de la construcción, registró avances ligeramente positivos en el promedio de 2011, si bien dentro de una trayectoria generalizada de pérdida de vigor en la segunda mitad del ejercicio. En el sector de la construcción, las caídas fueron más acusadas en el segmento de construcción no residencial, reflejando el efecto sobre la ejecución de la obra civil de los planes de austeridad presupuestaria, mientras que se atenuaron en el componente residencial, donde el ajuste del exceso de capacidad del sector ha avanzado significativamente tras cuatro años de corrección. Con este trasfondo, el empleo no dio signos de recuperación en 2011, apreciándose incluso una intensificación en la senda de destrucción de empleo tras el verano. Se estima un descenso del número de ocupados en torno a un 1,7 % en 2011, que, de confirmarse, implicaría un nivel de empleo inferior en algo más de un 10 % al existente a comienzos de la crisis. La tasa de paro repuntó con intensidad a lo largo del ejercicio, hasta a alcanzar el 21,5 % en el tercer trimestre, cifra que probablemente habrá sido superada en los últimos meses del ejercicio.

En esta situación, los costes laborales repuntaron levemente —tras la estabilización del año previo—, impulsados por el aumento de la remuneración por asalariado en la economía de mercado, a lo que no fueron ajenos los procesos de indiciación salarial vigentes. Con todo, los costes laborales unitarios volvieron a retroceder en 2011, reflejando el significativo aumento de la productividad. Por último, como cabía prever, la tasa de inflación acusó una marcada desaceleración en los últimos meses del ejercicio, una vez que se cancelaron los efectos base de la subida del IVA en julio de 2010 (que se habían reflejado en las tasas interanuales de la primera mitad de 2011) y los correspondientes a la elevación

TASAS DE VARIACIÓN INTERANUAL



TASAS DE VARIACIÓN INTERTRIMESTRAL



FUENTES: Banco Central Europeo, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Series ajustadas de estacionalidad.

de los impuestos del tabaco y de los precios del petróleo en los meses finales de 2010. La inflación concluyó el año con una tasa interanual del 2,4 % —del 1,5 % cuando se computa en términos del IPSEBENE—, con lo que el diferencial de inflación con la UEM volvió a ser favorable para España con un registro negativo de 0,3 pp.

En el panorama económico internacional, las tensiones en los mercados financieros europeos se agravaron en los meses finales de 2011, en un contexto en el que la dinámica de retroalimentación entre riesgo soberano, riesgo bancario y pérdida de impulso económico fue afectando a un número cada vez mayor de países de la zona del euro. La prolongación de esta situación implicó complicaciones para el acceso de la banca a la financiación en los mercados mayoristas y acarreó una revisión de la calidad crediticia de los bonos públicos en un amplio número de países de la UEM a mediados de enero de 2012. Bajo estas condiciones, se produjo un mercado deterioro de la actividad en la zona del euro que se extendió a otros países desarrollados, en particular a los europeos, mientras que los países emergentes mantuvieron ritmos de crecimiento sostenidos.

Como ha venido sucediendo desde que se desencadenara la crisis, el agravamiento de la inestabilidad en Europa requirió una respuesta de política económica a distintos niveles. A nivel de las autoridades europeas, los jefes de Estado y de Gobierno de la UEM, en la Cumbre del 9 de diciembre, continuaron avanzando en la mejora de la gobernanza del área, incluido el papel que han de desempeñar los mecanismos de resolución de crisis disponibles. En concreto, se acordaron los principales elementos de un nuevo pacto fiscal que tiene por objetivo reforzar los instrumentos de prevención mediante la introducción de límites a los déficits públicos. Se decidió establecer una norma presupuestaria que sitúe como límite para el déficit estructural anual el 0,5 % del PIB nominal. Esta regla contendrá un mecanismo corrector que se activará en caso de desviación y deberá tener rango constitucional. También está previsto aplicar con mayor automatismo las sanciones contempladas en caso de déficit excesivo. En relación con las medidas de refuerzo de las herramientas de gestión de la crisis, destacan el acuerdo de revisar en marzo de este año la capacidad de financiación del futuro Mecanismo de Estabilidad Financiera Europeo y el adelanto de su puesta en funcionamiento a julio de 2012.

Por su parte, el BCE adoptó un amplio conjunto de medidas para asegurar, por una parte, el tono expansivo de la política monetaria, una vez constatada la ausencia de riesgos

ESPAÑA



UEM



FUENTE: Comisión Europea.

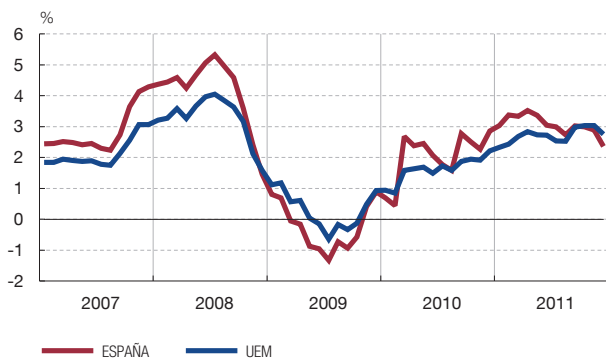
a Indicadores normalizados (diferencia entre el indicador y su media, dividida por su desviación estándar).

inflacionistas en el contexto de deterioro cíclico de la economía, y, por otra, restaurar el funcionamiento de los canales a través de los que opera la política monetaria y, de este modo, minimizar los riesgos que se derivan de las dificultades para el acceso a la financiación de los bancos. Por un lado, redujo en dos ocasiones durante el trimestre los tipos de interés, hasta situarlos en el 1 % para las operaciones principales de financiación y en el 0,25 % y el 1,75 % para las facilidades de depósito y de crédito, respectivamente, a partir del 8 de diciembre. Por otro lado, aprobó medidas adicionales de carácter no convencional de apoyo a la oferta de crédito a empresas financieras y familias, que incluyen la ampliación a tres años del plazo al que los bancos pueden tomar fondos del BCE, el incremento de abanico de los activos que son admitidos como garantía y la reducción del coeficiente de reservas mínimas obligatorias hasta el 1 %. Adicionalmente, continuó instrumentando el Programa de Compra de Activos bajo los criterios acordados previamente.

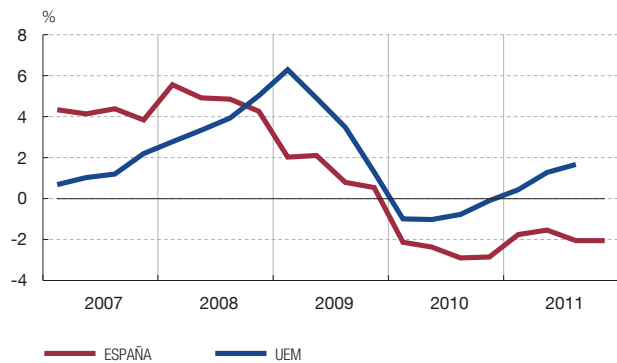
Por último, a nivel de los Gobiernos más afectados por la inestabilidad, a lo largo del mes de diciembre Italia presentó medidas complementarias de ajuste fiscal, una aceleración de los plazos para aplicar la reforma del sistema de pensiones y el anuncio de nuevas políticas estructurales. En España, el Gobierno que surgió tras las elecciones del 20 de noviembre aprobó en el Consejo de Ministros del 30 de diciembre un conjunto de medidas de ajuste presupuestario, a la vez que anticipaba una estimación provisional del déficit de las AAPP para 2011 en el entorno del 8 % del PIB, cifra que representa una desviación de 2 pp con respecto al objetivo establecido en el último Programa de Estabilidad. Estas medidas suponen una reducción del gasto público por valor de 8.900 millones de euros, que se instrumentará mediante la declaración de no disponibilidad de créditos en los Presupuestos Generales del Estado, la congelación de los salarios públicos y la introducción de determinadas restricciones sobre el empleo público. Por el lado de los ingresos se aprobó, entre otras medidas, un incremento temporal de los tipos de gravamen en las tarifas general y del ahorro del IRPF, y del impuesto de bienes inmuebles, con un impacto recaudatorio estimado de 8.100 millones de euros.

A pesar de todas estas actuaciones, durante el cuarto trimestre de 2011 continuó registrándose una fuerte volatilidad de los mercados financieros, al tiempo que el tipo de cambio del euro experimentaba una acusada depreciación. La inestabilidad en los mercados financieros europeos se trasladó a los mercados de deuda pública española y de renta fija privada, las cotizaciones bursátiles y el mercado interbancario, que mostraron

ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO (a)



COSTES LABORALES UNITARIOS (b)



FUENTES: Eurostat, Banco Central Europeo e Instituto Nacional de Estadística.

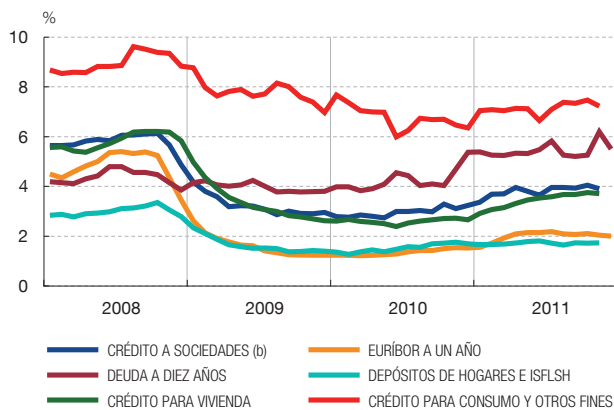
a Tasas de variación interanual.

b Por unidad de producto. Tasas de variación interanual calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad.

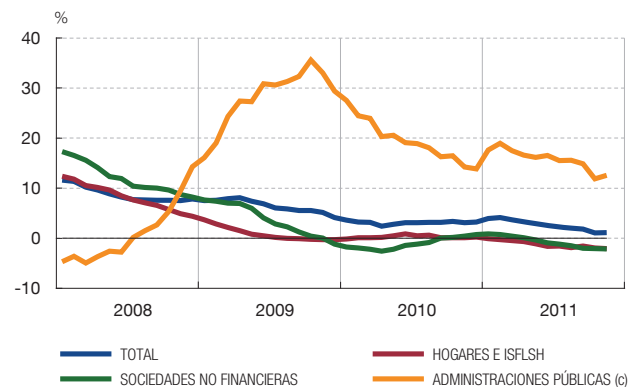
un acusado tensionamiento en el cuarto trimestre de 2011. En la parte transcurrida de 2012 se ha observado un cierto repunte de la inestabilidad, en un contexto que sigue caracterizado por una elevada volatilidad y en el que una de las principales agencias de calificación crediticia rebajó, en dos escalones, la nota asignada al Reino de España, en el marco de reevaluación generalizada al alza de los riesgos soberanos en la zona del euro. El índice IBEX 35 acumulaba un descenso del 1,4 % desde principios de año (tras el retroceso del 13,1 % en 2011), al tiempo que la rentabilidad de la deuda pública española y su diferencial frente a la alemana al mismo plazo volvían a repuntar, situándose en un nivel de 330 pb en la fecha de cierre de este informe, mientras que las primas de riesgo crediticio de los valores emitidos por el sector privado se han reducido ligeramente. En este contexto, las entidades de crédito se han enfrentado nuevamente a importantes dificultades para captar fondos en los mercados de renta fija y en el interbancario. En el mercado inmobiliario, el descenso del precio de la vivienda libre se intensificó durante los últimos meses de 2011, hasta cerrar el año con una caída interanual del 6,8 %. De este modo, el valor de mercado de este activo acumulaba, al cierre del pasado año, una caída del 19 % desde comienzos de 2008 (25 % en términos reales). En estas circunstancias, las condiciones de financiación del sector privado experimentaron un endurecimiento adicional. El encarecimiento de la captación de fondos por parte de las instituciones financieras determinó que los tipos de interés de los préstamos concedidos a empresas y familias apenas reflejaran la relajación de la política monetaria.

En conjunto, la intensificación de la crisis de la deuda soberana y su interacción con la situación del sistema financiero han afectado con notable intensidad a la economía española, empeorando sus condiciones de financiación y dañando la confianza de los agentes. En este contexto, los planes de gasto de los hogares mostraron un debilitamiento adicional, hasta registrar tasas levemente negativas en los meses finales del año. Se estima que el consumo se estancó en 2011, tras el moderado repunte de 2010 (0,8 %), en un entorno marcado por la acusada incertidumbre y la desfavorable evolución del mercado laboral, la caída de la renta disponible y la disminución del valor de la riqueza tanto financiera como no financiera. Todos estos desarrollos han estado presentes en los últimos cuatro años, influyendo en la toma de decisiones de las familias. En 2011 hay que destacar, no obstante, un cierto incremento de la renta disponible nominal de los agentes, que habría dejado de

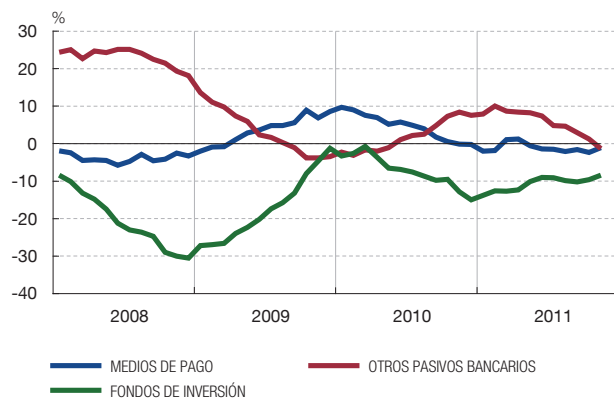
TIPOS DE INTERÉS (a)



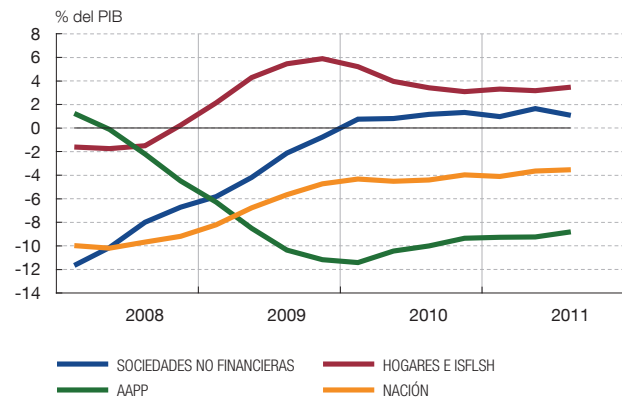
FINANCIACIÓN A LOS SECTORES RESIDENTES NO FINANCIEROS (Crecimiento interanual)



ACTIVOS FINANCIEROS DE SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y HOGARES E ISFLSH (Crecimiento interanual)



OPERACIONES FINANCIERAS NETAS (d)



FUENTE: Banco de España.

- a En junio de 2010 se modificaron los requerimientos estadísticos relativos a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela, pudiendo ocasionar rupturas en las series. En particular, ha sido especialmente significativo el cambio en el tipo de interés del crédito al consumo y otros fines como consecuencia de que a partir de dicho mes no incorpora las operaciones realizadas con tarjetas de crédito. TAE para créditos (incluye comisiones y otros gastos) y TEDR para depósitos.
- b Media ponderada de tipos de interés de distintas operaciones agrupadas según su volumen. El tipo de los créditos de más de un millón de euros se obtiene sumando a la tasa TEDR, que no incluye comisiones y otros gastos, una media móvil de dichos gastos.
- c Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.
- d Datos acumulados de cuatro trimestres.

caer a partir del segundo trimestre, aunque el poder adquisitivo de las familias retrocedió debido al repunte de la inflación. Ante este comportamiento de las fuentes de renta y riqueza de las familias, el ahorro permitió, un año más, suavizar la pauta de consumo del sector, como ha venido ocurriendo desde 2009 (cuando alcanzó su máximo histórico: 18,5 % en promedio anual). En 2011 se produjo, por tanto, un nuevo descenso de la tasa de ahorro que se estima se pudo situar en el 11,8 % de la renta disponible, aproximándose a los niveles previos a la crisis.

La inversión residencial tampoco dio muestras de recuperación en los últimos meses del año, pudiéndose observar incluso una cierta intensificación en su ritmo de descenso en comparación con los trimestres precedentes. Se estima una tasa de descenso de la inversión residencial en 2011 en el entorno del 5 %, la mitad que la del año previo. En este entorno de debilidad del gasto y de endurecimiento en las condiciones financieras, la deuda de los hogares mostró tasas negativas, algo superiores a las observadas a finales del

tercer trimestre. El retroceso fue más acusado en relación con la financiación del consumo (-5 % en noviembre) que en la de adquisición de vivienda (-1,2 %).

En el ámbito de actuación de las empresas, el clima de deterioro de las perspectivas económicas, el debilitamiento de la cartera de pedidos exteriores y las difíciles condiciones de financiación afectaron negativamente a la puesta en marcha de nuevos proyectos de inversión, de modo que tanto la inversión en equipo como la que las sociedades no financieras realizan en otras construcciones retrocedieron en el cuarto trimestre. Para el conjunto del año se estima, no obstante, una tasa de variación positiva de la inversión productiva privada, siguiendo la trayectoria descendente a lo largo del año marcada por otros componentes de la demanda interna. En el caso de las sociedades no financieras, se mantuvo el ritmo de contracción de la deuda, que en noviembre se situó, en términos interanuales, en el 2,1 %.

Esta pauta de descenso de los recursos ajenos habría permitido sendas disminuciones en los ratios de endeudamiento de hogares y de empresas en 2011, que se habrían situado en septiembre en el 124 % de la RBD y en el 500 % en relación con el EBE y los ingresos financieros, respectivamente. En 2011 ambos sectores volvieron a mostrar capacidad de financiación, tal y como muestran los datos del tercer trimestre de las cuentas no financieras de los sectores institucionales, del 2,8 % del PIB, en el caso de los hogares, y del 1,1 % del PIB, en el de las empresas no financieras, en datos acumulados de cuatro trimestres. La mejoría en estas variables de posición financiera del sector privado no financiero indica el avance que se está produciendo en el saneamiento de los balances de estos agentes, lo que constituye una condición necesaria para seguir avanzando en el necesario proceso de desapalancamiento financiero.

Las Administraciones Públicas cerraron el año 2011 con un déficit en torno al 8 % del PIB, de acuerdo con la estimación preliminar anunciada por el nuevo Gobierno. Por componentes, la información disponible hasta el tercer trimestre muestra que el gasto público del conjunto de AAPP acumulaba un descenso del 2 % interanual en los nueve primeros meses del año, no muy lejos de la tasa del -2,6 % marcada como objetivo para el conjunto del ejercicio, mientras que los ingresos públicos disminuyeron un 0,8 %, frente al aumento del 5,4 % que se había fijado como meta. Esta evolución parece indicar que la principal fuente de desviación en 2011 ha sido la recaudación de impuestos, que ha sido muy inferior a la prevista. Por agentes, de acuerdo con esa misma información, las desviaciones se produjeron en todos los niveles de las AAPP, si bien fue en las Comunidades Autónomas donde alcanzó una mayor magnitud.

El desbordamiento que han mostrado las cuentas públicas este año muestra la existencia de algunas debilidades en los procedimientos de seguimiento y control de la ejecución presupuestaria, a pesar de los esfuerzos acometidos para reforzar la transparencia en las cuentas de las CCAA, que se han de subsanar de forma inmediata con el desarrollo de la legislación que prevé la reforma constitucional adoptada y el reforzamiento del Pacto fiscal acordado en la UE.

Por lo que se refiere a los intercambios con el resto del mundo, la información disponible, todavía incompleta, indica que en los meses finales de 2011 la demanda exterior compensó parcialmente el efecto de la contracción del gasto interno sobre la actividad, aunque con una aportación algo inferior a la de los trimestres precedentes debido a la desaceleración en los mercados de exportación. El sector exterior volvió a desempeñar, por tanto, en 2011, un papel decisivo para amortiguar los descensos en la actividad, estimándose

una contribución de 2 pp al crecimiento promedio del PIB en 2011. Detrás de este comportamiento subyace un notable dinamismo de las exportaciones de bienes, que crecieron por encima de los mercados de exportación, lo que propició un incremento en las cuotas correspondientes, así como la recuperación del turismo, que se benefició de los cambios en los flujos internacionales de turistas ante los problemas geopolíticos que surgieron en destinos alternativos del Norte de África y de Oriente Próximo. Este efecto se vio reforzado por la debilidad de las importaciones ante la atonía del gasto interno. El ajuste de costes y precios que han acometido en los últimos años tanto los productores de bienes comerciables como las empresas relacionadas con el sector turístico, y que reflejan los índices de competitividad-precio, está influyendo sin duda en estos buenos resultados, por lo que es preciso perseverar en las estrategias de compresión de costes y márgenes, diversificación de productos y mercados, y mejora de la calidad para consolidarlos de cara al futuro.

En el contexto descrito, las necesidades de financiación de la nación continuaron disminuyendo hasta el tercer trimestre de 2011, cuando se situaron en un nivel del 3,5 % del PIB, en tasa acumulada de cuatro trimestres. Tras el acusado ajuste que ha acumulado el déficit exterior en estos últimos años, la pauta de corrección empieza a dar señales de ralentización, a pesar de la notable mejora en el saldo de bienes y servicios, como consecuencia del freno que suponen el elevado contenido energético de las importaciones españolas y los pagos por rentas de inversión, dos de las principales vulnerabilidades que lastran la posición de España frente al resto del mundo.

El panorama de progresivo debilitamiento de gasto a lo largo de 2011 tuvo su reflejo en la oferta de la economía. Todas las ramas productivas participaron de esta trayectoria, cabiendo destacar el retroceso de la actividad manufacturera en los últimos meses, que se vio muy perjudicada por el deterioro de demanda exterior, y la agudización de las tendencias contractivas del sector de la construcción. Pero el aspecto más desfavorable desde la óptica de la oferta fue el comportamiento del mercado laboral, que, lejos de empezar a estabilizarse, como se había previsto a principios de año, acentuó el perfil de destrucción de empleo en la segunda mitad del ejercicio. Se estima un descenso del número de ocupados del 1,7 % en 2011, que se explica por la reducción del empleo en la economía de mercado (-2,2 %), ya que en el conjunto de las ramas de no mercado la ocupación mantuvo niveles similares a los del año previo (0,4 %), reflejando solo de manera gradual el efecto de las restricciones a la tasa de reposición del empleo público. Dada la evolución estimada de producto y del empleo, el crecimiento de la productividad aparente del trabajo continuó siendo relativamente intenso (2,4 %), ligeramente inferior al del año previo, aunque con un perfil de mayor crecimiento en la segunda mitad del ejercicio.

Por último, los costes laborales prolongaron en el cuarto trimestre la tónica de los meses previos, con un comportamiento discrepante entre la remuneración de la economía de mercado, que registró avances de la remuneración por asalariado en el entorno del 1,4 %, y caídas en la de servicios de no mercado, que todavía reflejaría en alguna medida el impacto de los descensos instrumentados en los salarios públicos del año anterior. Tras el comportamiento de los costes laborales en el sector privado, que mostraron un crecimiento promedio del 1,5 % en 2011, frente al 0,2 % observado en 2010, se encuentran dos de las características del mecanismo de determinación de salarios que introducen mayor inercia en su evolución: de una parte, la traslación a los incrementos salariales de las subidas de precios de naturaleza fundamentalmente transitoria que se produjeron en los meses finales de 2010, como consecuencia de la presencia en un número muy elevado de

convenios colectivos de cláusulas de indicación, y, de otra, la elevada proporción de convenios plurianuales de ámbito sectorial, que dificulta su adaptación a los cambios cíclicos o a la situación específica de las empresas. En todo caso, los costes laborales unitarios registraron en 2011 un retroceso, por segundo año consecutivo, ayudados por los incrementos en la productividad observada, lo que permitió mejorar la posición relativa frente a los países de la UEM, trayectoria en la que también hay que perseverar para consolidar las ganancias de competitividad que se pueden generar por esta vía.

2 ENTORNO EXTERIOR DEL ÁREA DEL EURO

La evolución económica y financiera global durante el último trimestre ha continuado marcada por la delicada situación por la que atraviesa el área del euro, que sigue siendo el principal foco de riesgo para la economía global. En este contexto, se apreció un aumento significativo de la aversión al riesgo en los mercados financieros internacionales y un empeoramiento de las perspectivas de crecimiento, si bien el deterioro en los mercados y en los indicadores de actividad se ha moderado en las últimas semanas. En las economías avanzadas se ha apreciado un comportamiento diferenciado, con algunas señales favorables en Estados Unidos, que alejan la posibilidad de una recaída, y un panorama más preocupante en el Reino Unido y en Japón. En las emergentes ha predominado un patrón de desaceleración controlada, si bien con la aparición de algunos focos problemáticos (Turquía y Hungría) y unas perspectivas más sombrías en el caso de Europa del Este, por su mayor vinculación con el área del euro (véase recuadro 1). Por otro lado, la inflación se ha moderado en las economías desarrolladas, con carácter general, y en algunas áreas emergentes. En este contexto, la política monetaria ha continuado con un tono extraordinariamente expansivo en las economías avanzadas, en las que se han implementando las medidas no convencionales anunciadas en los meses precedentes, no siendo, además, descartables estímulos adicionales si persiste la atonía de la actividad. En las regiones emergentes, la disminución de las presiones inflacionistas ha mitigado el dilema de política monetaria al que se enfrentaban, de modo que en algunos países se ha iniciado el ciclo de relajación monetaria. En el terreno fiscal, lo más destacable ha sido el anuncio del retraso en la consolidación presupuestaria en el Reino Unido y la prórroga durante los meses de enero y febrero de las rebajas de las cotizaciones sociales y de la extensión de las prestaciones por desempleo en Estados Unidos.

Durante el último trimestre, la evolución de los mercados financieros continuó severamente afectada por la prolongación de la crisis soberana en la zona del euro, si bien en las últimas semanas se ha visto aliviada por la publicación de diversos indicadores macroeconómicos menos desfavorables de lo esperado, sobre todo en Estados Unidos, así como por diversas medidas de bancos centrales (subastas de liquidez ilimitada del BCE y acción coordinada para reducir en 50 pb el precio de los *swaps* en dólares). En este contexto, se apreciaron una estabilización de algunos mercados bursátiles de los países desarrollados (Estados Unidos y Reino Unido) y una cierta reducción de la volatilidad. Asimismo, cabe destacar que el bono a diez años de Estados Unidos cotizó durante todo el período en un rango estrecho en torno al 2 %, en parte como resultado de movimientos de huida hacia la calidad. En los mercados cambiarios el dólar también actuó como activo refugio y se apreció frente a las principales monedas, tanto desarrolladas como emergentes. En particular, frente al euro se apreció en más de un 10 %, hasta niveles de 1,26 dólares por euro. Por otra parte, persisten las elevadas tensiones en la financiación mayorista bancaria en las principales monedas. En los mercados emergentes se observó un comportamiento heterogéneo por regiones durante el trimestre, con deterioros de las bolsas, los diferenciales soberanos y los indicadores de riesgo, moderados en Asia y más acusados en Europa del Este. En América Latina, las caídas de las bolsas y el incremento de los indicadores de riesgo de crédito fueron reducidos. Las salidas de capitales, tanto de bolsa como de deuda, fueron muy intensas entre mediados de noviembre y mediados de diciembre. Por su parte, los precios de las materias primas han mostrado un comportamiento divergente a lo largo del trimestre. Por un lado, los precios de metales y alimentos han disminuido debido a la desaceleración de la actividad económica. Por otro lado, el precio del petróleo se ha mantenido en una banda entre los 105-115 dólares por barril de Brent.

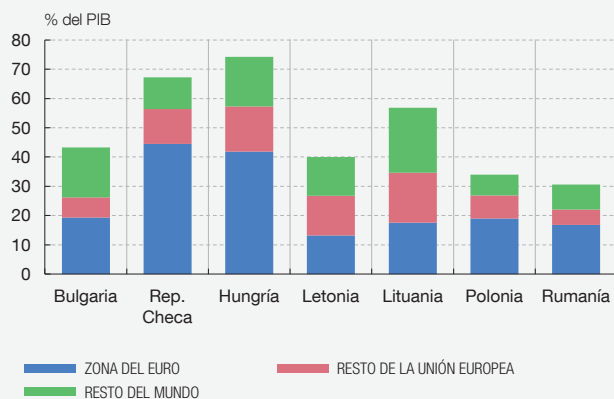
Los nuevos Estados miembros (NEM) de la UE¹ se han beneficiado en la última década de un mayor grado de integración comercial y financiera con el resto de países de la Unión, que les ha permitido avanzar en su proceso de convergencia real. Esta mayor integración ha repercutido en una mejora de sus condiciones económicas, aunque también les ha hecho más vulnerables a las perturbaciones originadas en el exterior, como se ha puesto de manifiesto en los recientes períodos de tensiones financieras. En particular, desde agosto de 2011 la agudización de la crisis de deuda soberana en el área del euro ha provocado un creciente deterioro en los mercados financieros de la región, mientras que el comercio exterior de estos países está experimentando los efectos ne-

gativos de la caída de la actividad en la eurozona. Por otra parte, la frágil situación de las entidades financieras del área podría contribuir a reducir la exposición de sus filiales establecidas en la Europa emergente, con las consiguientes repercusiones adversas en estas economías. El presente recuadro analiza la dependencia comercial y financiera de los nuevos Estados miembros respecto del área del euro, apuntando a los riesgos más evidentes que se derivan de esa integración.

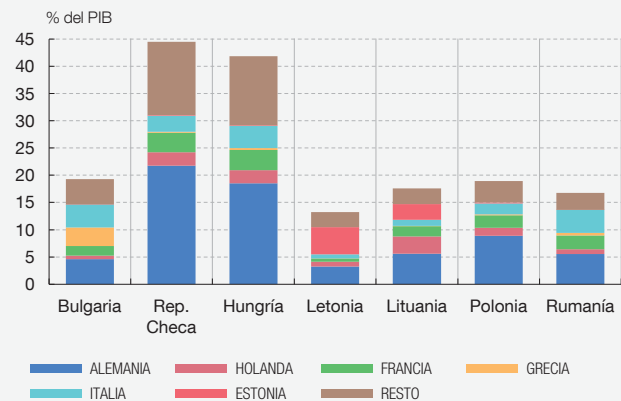
El proceso de desarrollo de los NEM en los años previos a la crisis se asentó, entre otros factores, en la afluencia creciente de capital extranjero, que llevaba asociada una transferencia de tecnología y conocimiento empresarial, lo que mejoró notablemente su capacidad y calidad productiva y, por tanto, su potencial económico y exportador. La cuota de exportación de los nuevos miembros en los mercados mundiales aumentó muy significativamente entre

1 En este recuadro se analizan aquellos países que todavía no han adoptado el euro (Polonia, Hungría, República Checa, Letonia, Lituania, Bulgaria y Rumanía).

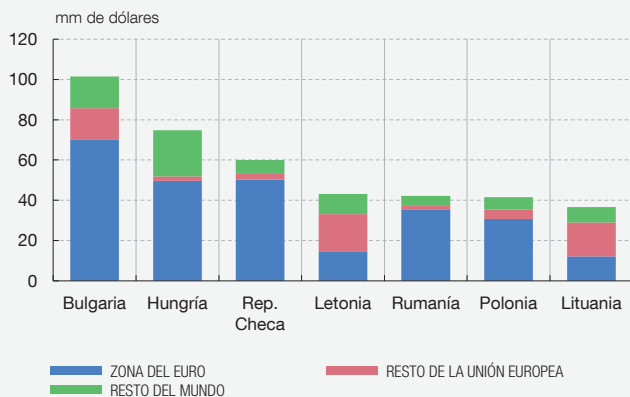
1 EXPORTACIONES DE LOS NUEVOS ESTADOS MIEMBROS EN 2010



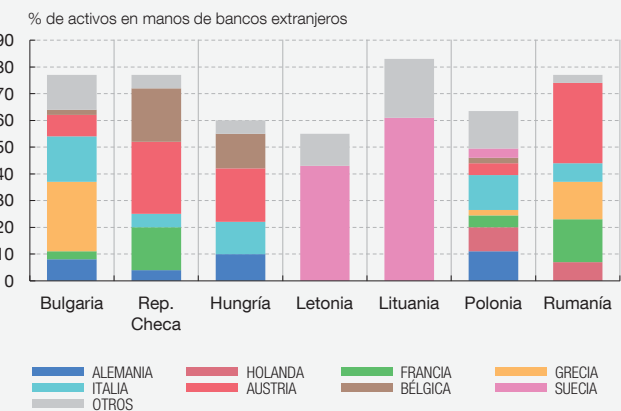
2 EXPORTACIONES DE LOS NEM AL ÁREA DEL EURO EN 2010



3 STOCK DE INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA POR ORIGEN EN 2009 (a)



4 EXPOSICIÓN DE LA BANCA EUROPEA A LOS PAÍSES DEL ESTE



FUENTES: Eurostat y Fitch.

a No se incluyen operaciones realizadas por *Special Purpose Entities* (SPE), que son muy relevantes en el caso de Hungría.

AL ÁREA DEL EURO (cont.)

2000 y 2010, en contraste con el retroceso que experimentaron las cuotas de exportación de las economías desarrolladas en ese mismo período. En paralelo, sus importaciones también mostraron un comportamiento muy expansivo, en consonancia con sus crecientes necesidades de inversión y con el crecimiento de algunas industrias, como la del automóvil, intensivas en consumos intermedios importados. En consecuencia, el grado de apertura de estas economías —medido como la suma de las exportaciones e importaciones en porcentaje del PIB— se elevó a lo largo de la década, superando el 69 % del PIB en todos los países y sobrepasando el 120 % en Hungría, República Checa y Lituania, con datos del año 2010.

La expansión del comercio exterior en la región se basó, fundamentalmente, en el fortalecimiento de sus vínculos comerciales con los países del área del euro. En el gráfico 1 se observa cómo en 2010 más de la mitad de las exportaciones de estas economías —con excepción de Letonia, Lituania y Bulgaria— iban destinadas a los países de la eurozona. Esta cifra se explica, sobre todo, por los fuertes vínculos comerciales con Alemania, país que recibió el 44 % de las exportaciones totales de la región al área del euro. Entre los nuevos Estados miembros, la República Checa y Hungría tienen la mayor exposición comercial al área del euro, ya que sus exportaciones a esta área representaron más del 40 % del PIB en 2010 —en torno a la mitad se destinó a Alemania—, mientras que en los restantes países fueron inferiores al 20 % del PIB (véase gráfico 2).

La creciente integración comercial y la transformación económica de los nuevos miembros han estado asociadas a una intensa afluencia de inversiones directas, procedentes en su mayor parte del área del euro, impulsadas por el potencial de desarrollo económico de la región. El *stock* acumulado de inversión directa superaba el 60 % del PIB en Bulgaria, República Checa y Hungría a finales de 2009, mientras que en los restantes países se situaba entre el 36 % y el 43 %. El área del euro predomina claramente como origen de las inversiones —más del 70 % del *stock*, excepto en Letonia y Lituania— (véase gráfico 3). Un aspecto específico de este proceso es la elevada presencia de la banca extranjera, que ha propiciado una profunda reestructuración del sistema bancario de estos países. Fruto de ello, en 2010, entre el 55 % y el 85 % de los activos del sector bancario en estos países pertenecía a filiales y sucursales extranjeras, casi todas de la UE (véase gráfico 4). En términos de procedencia, destaca la elevada presencia de filiales de bancos de Austria, Italia, Grecia y, en menor medida, de Alemania y Francia; en Letonia y Lituania, los bancos suecos poseen más de la mitad de los activos bancarios.

La fuerte penetración de la banca de la UE en los nuevos miembros se considera muy beneficiosa para estas economías, porque se presume la existencia de un interés estratégico de largo plazo en la región por parte de los bancos de las economías avanzadas, que garantiza la continuidad de la financiación de las filiales por sus bancos matrices. En línea con esta presunción, la denominada

«Iniciativa de Viena²» promovió un acuerdo para mantener la exposición de los bancos matrices en la región, en enero de 2009, evitando así una fuga de capitales y el desencadenamiento de posibles crisis bancarias y cambiarias en la Europa emergente. No obstante, la reciente intensificación de las presiones financieras en los bancos de la eurozona ha suscitado un debate sobre los posibles efectos adversos de la exposición financiera de estos países, con tres factores de riesgo.

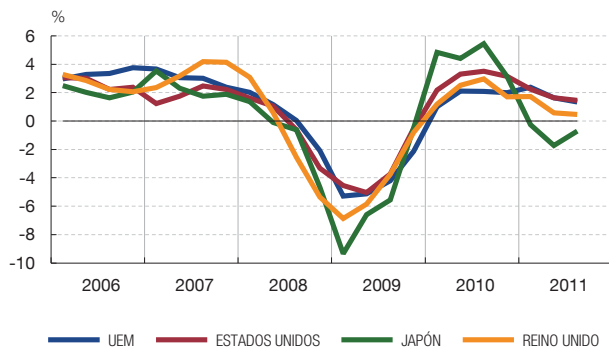
En primer lugar, el riesgo de desapalancamiento de los bancos matrices, en el contexto de la crisis de la eurozona —que ha dificultado la financiación mayorista de muchas entidades—, y el requerimiento de reforzar los colchones de capital tendrían repercusiones macroeconómicas desfavorables para la región. Austria ha sido el primer país del área del euro en anunciar restricciones a la concesión de crédito sobre ciertos límites a los países de Europa del Este, con el objetivo de evitar una exposición considerada excesiva. Adicionalmente, otras entidades bancarias del área del euro han reconocido que están revisando sus planes de refinanciación local para evaluar en qué países invertir.

En segundo lugar, la acentuación de los problemas que se derivarían del contagio a través del canal crediticio bancario común: en la medida en que las instituciones prestamistas operen en varios países, la materialización del riesgo de crédito en un país podría provocar una reevaluación del riesgo para toda la región. Este canal puede ser importante para los países del sudeste de la UE, con fuerte exposición a bancos italianos, austríacos y griegos, que tienen múltiples filiales en diversos países de la región.

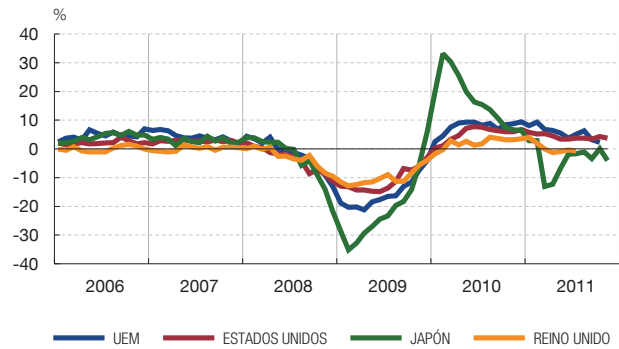
Por último, la asimetría en la exposición financiera entre bancos matrices y filiales. La exposición de las instituciones extranjeras a los países receptores de flujos financieros (es decir, la fracción de su cartera de inversiones o préstamos destinada a esos países) suele ser muy inferior al porcentaje que estos flujos financieros suponen para el país receptor sobre el total de sus pasivos. Por tanto, pequeños cambios en la política de préstamo desde el punto de vista del banco matriz pueden tener un gran impacto en la estabilidad macroeconómica y financiera del país donde reside la filial —incluyendo correcciones súbitas en los tipos de cambio, con importantes efectos riqueza y de composición de balance—. Esta asimetría expone, principalmente, a los pequeños países receptores al riesgo de un fuerte recorte en la provisión de crédito, incluso en el caso de una desaceleración moderada del crédito por parte de las instituciones matrices.

2 Se trata de una iniciativa de coordinación bancaria europea, cuyo objetivo fue establecer un marco de coordinación voluntario para analizar y resolver las crisis del sector financiero en los países de la Europa emergente —pertenecientes o no a la UE— que empezaban a tener graves dificultades de financiación. Esta iniciativa, liderada por el FMI, el Banco Europeo para la Reconstrucción y Desarrollo (BERD) y el Ministerio de Finanzas de Austria, logró involucrar a los sectores público y privado, estableciéndose así cuatro grupos de participantes: i) los organismos financieros internacionales [FMI, Banco Europeo de Inversión (BEI), Banco Mundial y BERD]; ii) las instituciones europeas (la Comisión Europea y el BCE como observador); iii) los bancos centrales, Gobiernos y autoridades supervisoras tanto de los países de origen de los principales grupos bancarios como de los países emergentes europeos más afectados por la crisis, y iv) los principales grupos bancarios internacionales con intereses en la región.

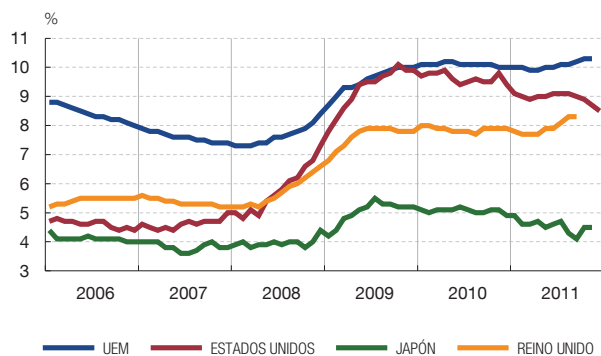
PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasa interanual



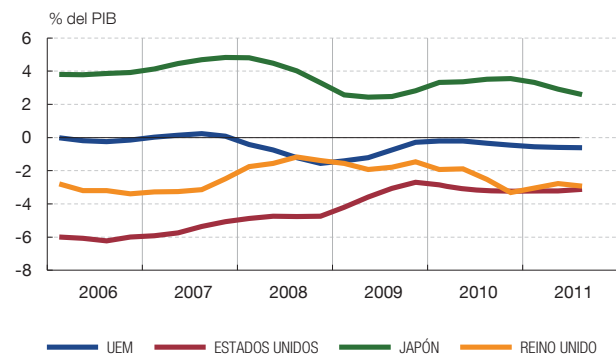
PRODUCCIÓN INDUSTRIAL
Tasa interanual



TASA DE PARO (a)



BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

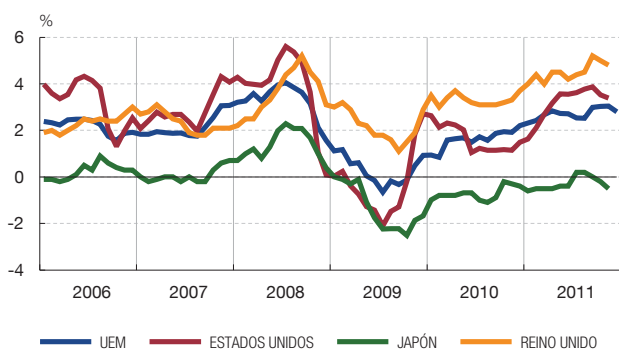


FUENTES: Datastream y Banco de España.

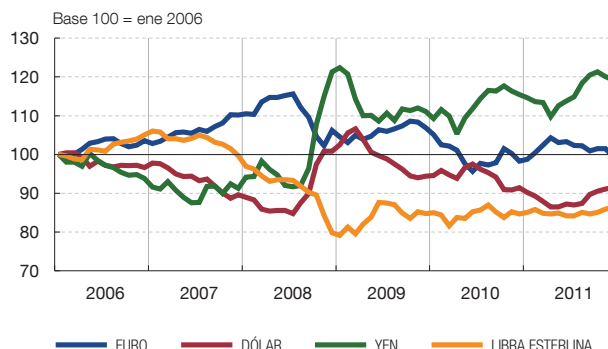
a Porcentaje de la población activa.

En Estados Unidos, la estimación final del PIB del tercer trimestre mostró un crecimiento trimestral anualizado del 1,8 %, apoyado en el consumo privado, la inversión fija no residencial y las exportaciones netas. Los indicadores más recientes ofrecen un panorama algo más favorable, aunque todos siguen sugiriendo una recuperación moderada. La producción industrial y la utilización de la capacidad productiva se han debilitado hacia el final del trimestre, al igual que la confianza empresarial, si bien continúan apuntando a un crecimiento modesto. En paralelo, las ventas al por menor aumentaron débilmente en diciembre, aunque la confianza de los consumidores ha seguido mejorando. Por su parte, en el mercado laboral se ha apreciado una cierta aceleración del ritmo de creación neta de empleo, aunque sigue siendo reducido en relación con anteriores episodios de recuperación, y la tasa de paro se ha reducido en cinco décimas en el trimestre (hasta el 8,5 %). Como notas más negativas, el crecimiento de los salarios está muy por debajo de la inflación y la tasa de participación se mantiene en niveles reducidos. Las viviendas iniciadas y las ventas de viviendas han mostrado señales marginalmente más positivas, si bien las series se mantienen en mínimos históricos y continúan el ajuste a la baja de los precios y unas condiciones crediticias restrictivas. Por su parte, la inflación medida por el IPC alcanzó en noviembre un 3,4 % en tasa interanual, mientras que la tasa subyacente se situó en el 2,2 %. En este contexto de fragilidad económica y financiera, la Reserva Federal mantuvo el tono expansivo de su política monetaria sin cambios y ha anunciado modificaciones en su política de comunicación, con la publicación de previsiones de tipos de interés desde su reunión de enero.

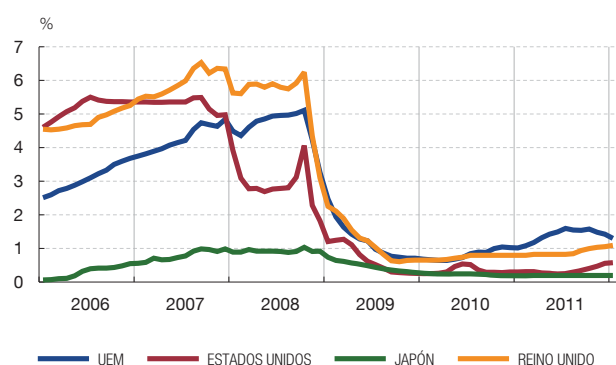
PRECIOS DE CONSUMO
Tasa interanual



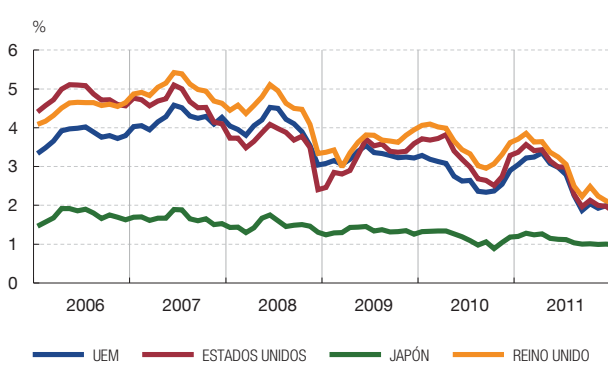
TIPOS DE CAMBIO EFECTIVOS REALES
CON IPC FRENTE A PAÍSES DESARROLLADOS



TIPO DE INTERÉS A CORTO PLAZO (a)



TIPO DE INTERÉS A LARGO PLAZO (b)



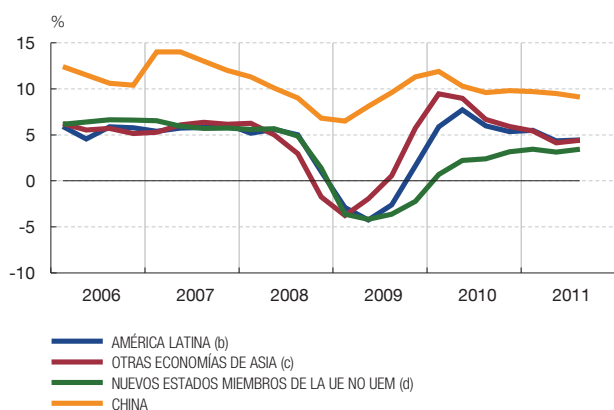
FUENTES: Datastream y Banco de España.

- a Tipos de interés a tres meses en el mercado interbancario.
- b Rendimientos de la deuda pública a diez años.

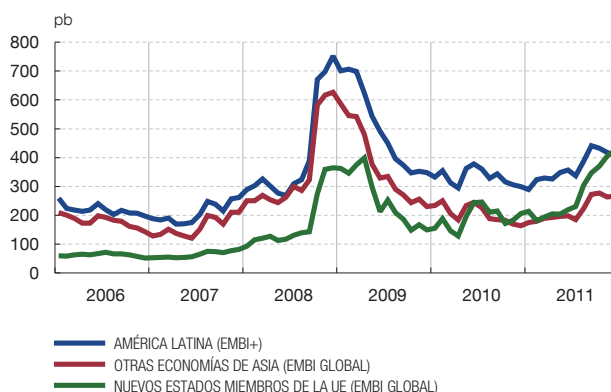
En Japón, el PIB se expandió un 1,4 % trimestral (-0,7 % interanual) en el tercer trimestre, impulsado por el repunte de las exportaciones y el empuje de la demanda interna privada. Sin embargo, los indicadores del cuarto trimestre apuntan a un notable deterioro de la actividad, mayor en el caso del sector manufacturero, ligado a las exportaciones, que se ha visto afectado por el debilitamiento del entorno exterior y la persistente fortaleza del yen, así como por las inundaciones en Tailandia. Por el lado de la demanda, el consumo se debilitó en los últimos meses, al agotarse los efectos temporales que lo habían impulsado en meses anteriores. La balanza comercial mantuvo un saldo deficitario durante el trimestre, debido a la contracción de las exportaciones y a la persistente fortaleza de las importaciones. En el mercado laboral, la tasa de paro se mantuvo en noviembre en el 4,5 %, observándose una débil recuperación del empleo y de la población activa. Por su parte, el IPC general retornó a terreno deflacionario (-0,5 % interanual en noviembre) y la tasa subyacente acentuó su ritmo de caída. En este entorno, el Banco de Japón mantuvo el tipo de interés oficial en el rango del 0 %-0,1 % y su programa de compra de activos. Además, las autoridades japonesas intervinieron en los mercados cambiarios para evitar la apreciación del yen, por un monto estimado de 7,7 billones de yenes (1,6 % del PIB).

En el Reino Unido, el PIB creció un 0,6 % trimestral (0,5 % interanual) en el tercer trimestre, apoyado en la variación de existencias y, en menor medida, en la formación bruta de capital fijo. Los indicadores del cuarto trimestre muestran un tono general de notable debilidad

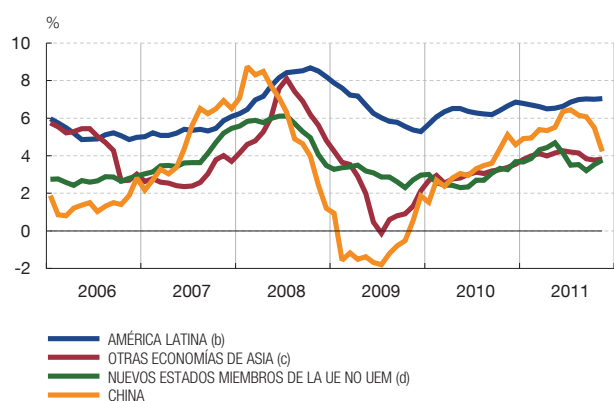
PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasa interanual



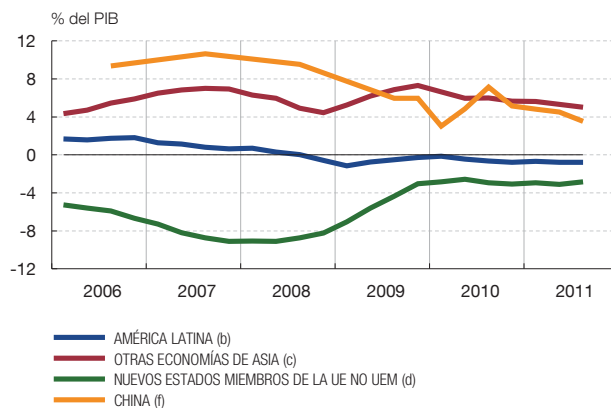
DIFERENCIALES DE TIPOS DE INTERÉS FRENTE AL DÓLAR (e)



PRECIOS DE CONSUMO
Tasa interanual



BALANZA POR CUENTA CORRIENTE



FUENTES: Datastream, Banco de España, Fondo Monetario Internacional y JP Morgan.

- a El agregado de las distintas áreas se ha calculado utilizando el peso de los países que las integran en la economía mundial, según información del FMI.
- b Argentina, Brasil, Chile, México, Colombia, Venezuela y Perú.
- c Malasia, Corea, Indonesia, Tailandia, Hong Kong, Singapur, Filipinas y Taiwán.
- d Polonia, Hungría, República Checa, Eslovaquia, Letonia, Lituania, Bulgaria y Rumanía.
- e Diferenciales del EMBI de JP Morgan. América Latina incluye Argentina, Brasil, Colombia, Ecuador, México, Panamá, Perú y Venezuela. Asia incluye China, Indonesia, Irak, Kazajistán, Malasia, Pakistán, Filipinas, Sri Lanka y Vietnam. Los datos de los nuevos Estados miembros de la UE corresponden a Hungría y Polonia.
- f Datos anuales hasta 2009.

de la actividad, anticipándose una leve contracción del sector manufacturero. Las ventas minoristas muestran un crecimiento positivo hasta noviembre, pese al deterioro de la confianza del consumidor y del mercado laboral, donde la tasa de paro aumentó hasta el 8,4 % en noviembre. La inflación se ha moderado en 1 pp desde el pico de septiembre, hasta el 4,2 % en diciembre, mientras que la tasa subyacente se mantuvo en el entorno del 3 %. El Banco de Inglaterra siguió implementando durante el trimestre su programa de compras de deuda pública por un importe de 75 mm de libras, a completar en febrero, que supondrá en torno al 60 % de las emisiones netas del Tesoro en el período. Además, en noviembre el Gobierno retrasó dos años del cumplimiento del objetivo de eliminación del déficit estructural, hasta el ejercicio 2016-2017.

En los nuevos Estados miembros de la UE no pertenecientes al área del euro, el PIB creció en promedio un 3,4 % interanual en el tercer trimestre, frente al 3,1 % del segundo, pero se aprecian signos de moderación en la producción industrial y en las exportaciones del

cuarto trimestre. A lo largo de este, la inflación tuvo un comportamiento mixto por países, si bien la tasa agregada aumentó en cuatro décimas, de septiembre a diciembre, situándose en el 3,7 % interanual, debido al alza de los precios en Polonia y Hungría, a la que ha contribuido la marcada depreciación de sus monedas en los últimos meses. En el ámbito de la política monetaria, el comportamiento fue heterogéneo: en Rumanía, el tipo de interés oficial se ha reducido un total de 50 pb, situándose en el 5,75 %, ante la notable disminución de la inflación y la debilidad del entorno exterior, mientras que en Hungría se ha elevado en 100 pb, hasta el 7 %, a raíz del severo deterioro de su situación financiera, que ha llevado al Gobierno a solicitar nueva ayuda financiera al FMI y a la UE.

En China, el PIB creció un 8,9 % interanual en el cuarto trimestre (9,1 % en el previo), prosiguiendo de este modo la senda de suave moderación del ritmo de expansión de la actividad, que sigue apoyándose en la fortaleza de la demanda interna. Sin embargo, la demanda externa se ha ajustado con fuerza a lo largo del trimestre, especialmente la procedente de Europa. Por otro lado, la inflación está disminuyendo de forma rápida, situándose en el 4,1 % en diciembre, desde un promedio del 6,2 % en el tercer trimestre. En este contexto, el tono de la política monetaria se ha desplazado paulatinamente desde el control de las expectativas de inflación hacia el apoyo al crecimiento, con una reducción del coeficiente de reservas bancarias en 50 pb en diciembre (quedando en el 21 % para los grandes bancos comerciales). En el resto de Asia emergente, el crecimiento interanual de la región se redujo ligeramente en el tercer trimestre, hasta el 5,6 %, por la moderación en India y en Hong Kong. En el cuarto trimestre, parece que la actividad se debilitó gradualmente en la mayoría de países de la región, aunque con diferente intensidad, destacando la ralentización de la economía india como resultado, en parte, del efecto acumulado de las subidas de tipos oficiales. Por su parte, la inflación interanual se redujo en el cuarto trimestre en la mayoría de los países. En este contexto, en el último trimestre de 2011 se percibió de forma nítida el cambio de tono de las políticas monetarias, plasmado en reducciones de los tipos de interés oficiales en Indonesia y Tailandia y en el cese del ciclo de subidas en el resto de la región.

En América Latina, el PIB registró un avance del 0,8 % intertrimestral en el tercer trimestre, frente al 1,1 % del segundo, lo que dejó la tasa interanual en el 4,4 %, una décima más que en el período de abril a junio. Esta aceleración esconde, no obstante, una evolución dispar entre países, con Brasil registrando un crecimiento nulo y Colombia presentando una notable aceleración. La demanda interna mantuvo una elevada aportación al crecimiento, en parte por la evolución de la variación de existencias, mientras que la contribución negativa de la demanda externa aumentó ligeramente. Los primeros indicadores referidos al cuarto trimestre apuntan a una desaceleración adicional de la actividad y a un deterioro de las balanzas comerciales en la mayoría de los países, propiciado por un descenso de las exportaciones. Por otro lado, la inflación ascendió una décima durante el trimestre, hasta situarse en el 7,1 % en diciembre. Chile y Perú desbordaron sus objetivos de inflación, al contrario que Brasil, México y Colombia, aunque sus tasas de inflación están en el rango alto de los intervalos de objetivos. En todos los casos, las tasas subyacentes fueron inferiores, apuntando a que la inflación relativamente elevada obedece en gran medida a factores temporales. En cualquier caso, los tipos de interés oficiales se redujeron en Chile —en 25 pb, iniciándose así el ciclo de relajación monetaria— y en Brasil —dos nuevas bajadas de 50 pb, tras las adoptadas en las dos reuniones precedentes— y se elevaron en Colombia —en 25 pb, retomando así el ciclo de subidas que el banco central interrumpió el pasado mes de julio—.

En el cuarto trimestre de 2011 se mantuvo el clima de inestabilidad financiera y de elevada volatilidad en los precios de los activos —que viene afectando a la zona del euro con especial intensidad desde el verano—, sin que se despejara la preocupante dinámica de retroalimentación entre riesgo soberano, riesgo bancario y pérdida de impulso económico en que se encuentra sumida el área en la actualidad. La prolongación de las tensiones en los mercados de deuda soberana, que acarrió a mediados de enero una revisión de la calidad crediticia de los bonos públicos en un amplio número de países de la zona del euro, y las dificultades de acceso de la banca a la financiación en los mercados mayoristas están complicando el proceso de desapalancamiento y recapitalización que afronta el sistema bancario en una situación —ya de por sí difícil— de debilidad de la actividad económica (véase recuadro 2).

La información más reciente procedente de indicadores de coyuntura sugiere un retroceso de la actividad en el área del euro en el cuarto trimestre del año, después del modesto crecimiento de los meses de verano, tal como avanzan la mayor parte de las predicciones disponibles. Más a medio plazo, el deterioro de la confianza de empresas y familias, el endurecimiento de las condiciones de financiación, los efectos a corto plazo de los procesos de consolidación fiscal en marcha y las revisiones a la baja de la demanda exterior han llevado al BCE y a otros organismos internacionales y analistas privados a recortar sus perspectivas de crecimiento para la zona del euro, llegando incluso en algunos casos a estimar un crecimiento negativo para 2012. Además, este escenario continúa estando sujeto a un elevado grado de incertidumbre, con un predominio de riesgos a la baja sobre la actividad económica, relacionados en gran medida con la prolongación en el tiempo de las tensiones financieras y, en particular, con la posibilidad de que el ajuste necesario de los balances bancarios termine recayendo sobre la oferta de préstamos al sector privado residente, lo que dañaría la recuperación económica.

El Consejo de Gobierno del BCE, considerando que era improbable que pudieran surgir tensiones inflacionistas de precios y salarios en el actual contexto de debilidad económica, adoptó una serie de medidas dirigidas a mantener la orientación expansiva de la política monetaria, restaurar el funcionamiento del mecanismo de transmisión y minimizar los riesgos que se derivan de las dificultades para el acceso a la financiación de los bancos. Así, por un lado, se redujeron en dos ocasiones durante el trimestre los tipos de interés, hasta situarlos en el 1 %. Por otro, se aprobaron medidas adicionales de carácter no convencional de apoyo a la oferta de crédito a empresas no financieras y familias, que incluyeron la ampliación temporal de la lista de activos de garantía, la reducción del coeficiente de caja hasta el 1 % (desde el 2 % anterior) y, singularmente, la provisión de liquidez a muy largo plazo (tres años) mediante la realización de dos subastas con adjudicación plena y tipo fijo indexado a la media de los tipos de las operaciones principales de financiación durante la vida de los préstamos.

Por su parte, en su reunión de principios de diciembre los jefes de Estado y de Gobierno de la UEM continuaron profundizando en el proceso de revisión de la gobernanza del área, que está en marcha desde el comienzo de la crisis. Así, con el propósito de potenciar los mecanismos de resolución de crisis disponibles, se adelantó a mediados de 2012

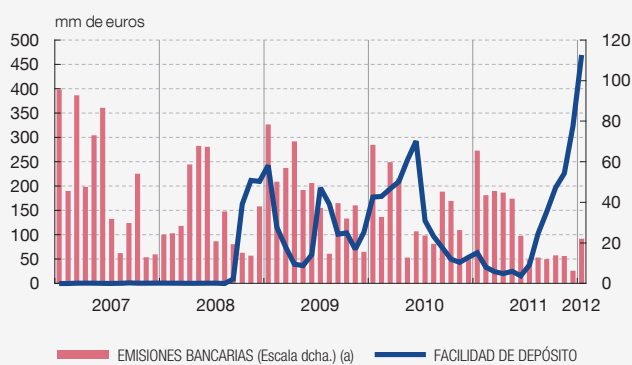
La crisis de la deuda soberana que afecta al área del euro se prolongó a lo largo del cuarto trimestre del año y principios de 2012, de manera que las primas de riesgo de crédito y la volatilidad de los precios de los activos financieros (incluidos los bonos públicos) se mantuvieron en niveles muy elevados (gráfico 1). Al mismo tiempo, los inversores internacionales siguieron cuestionando la

solidez del sector bancario del área, lo que se tradujo en dificultades crecientes para financiarse en los mercados, en un contexto en el que la capacidad de los Gobiernos del área para apoyar financieramente al sector —tal como se hizo en otoño de 2008 tras la quiebra de Lehman Brothers— se ha visto muy mermada por la acción de la propia crisis de deuda soberana. Por otra parte, el

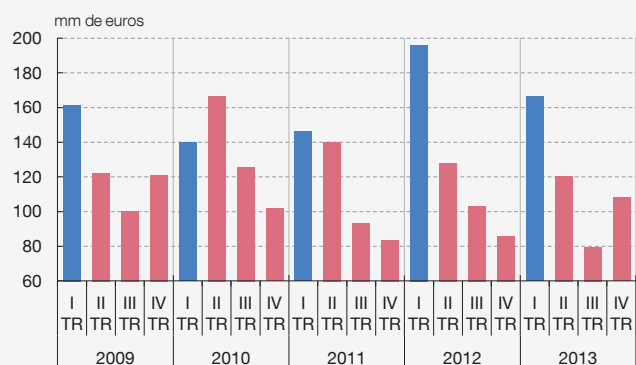
1 VOLATILIDAD IMPLÍCITA



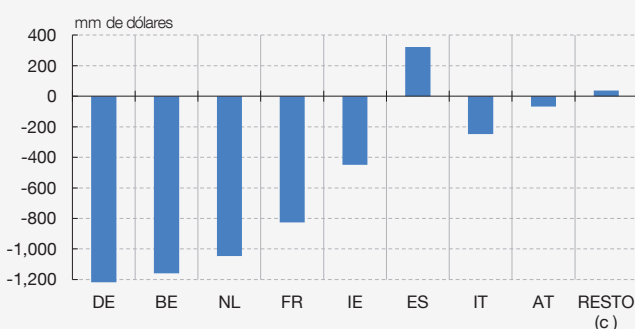
2 FINANCIACIÓN Y UTILIZACIÓN DE LA FACILIDAD DE DEPÓSITO DEL BCE



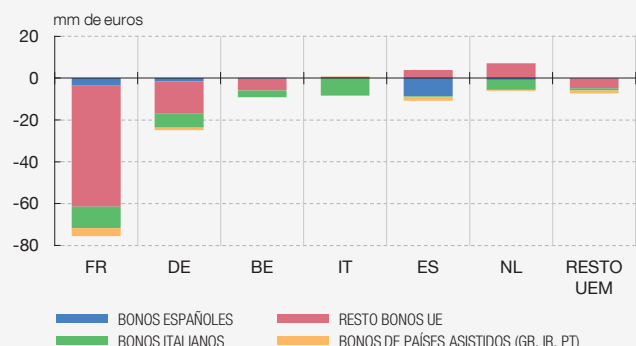
3 VOLUMEN DE VENCIMIENTOS DE DEUDA BANCARIA



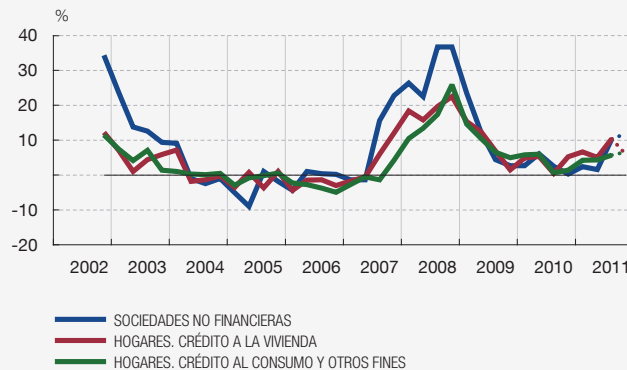
4 ACTIVOS BANCARIOS EXTERIORES. VARIACIÓN MARZO 2008 A JUNIO 2011



5 EXPOSICIÓN SOBERANA DE LA BANCA. VARIACIÓN DE 2011 HASTA SEPTIEMBRE (b)



6 ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS. VARIACIONES DE LA OFERTA. UEM



FUENTES: Autoridad Bancaria Europea, Banco de Pagos Internacionales, Bloomberg, Dealogic, Banco Central Europeo y Banco de España.

a Emisiones brutas de bonos a medio y largo plazo. Excluye *covered bonds*.
 b Bancos participantes en el ejercicio de recapitalización de la EBA.
 c Incluye FI, GR, PT.

bloqueo de los mercados interbancarios y las dificultades de las entidades para emitir deuda (véase gráfico 2) han alentado el uso creciente de operaciones de préstamo con garantía a través de cámaras de contrapartida central y, particularmente, de la financiación del Eurosistema.

Estas circunstancias se producen, además, en un momento en el que la banca tiene que refinanciar un volumen de deuda elevado, compitiendo con la demanda de fondos por parte del sector público. Los vencimientos de bonos del sector bancario son próximos a los 200 mm de euros en el primer trimestre de 2012 (véase gráfico 3). En el conjunto del año, la deuda que se ha de refinanciar asciende a más de 500 mm de euros, lo que en promedio representa en torno al 1,5 % del total de activos de la banca.

Conjuntamente con la estrecha conexión de la crisis soberana con los problemas de financiación de la banca en la zona del euro, las presiones sobre las entidades cobraron mayor fuerza en la segunda parte de 2011 por la interacción de otros elementos. Por un lado, la revisión a la baja y los riesgos que rodean a las perspectivas macroeconómicas suponen un deterioro de las expectativas de beneficios y de mejora de la situación patrimonial del sistema financiero. Asimismo, en el contexto del *paquete bancario* acordado por los jefes de Estado y de Gobierno de la UE en octubre, la Autoridad Bancaria Europea (EBA) estableció de forma temporal unas exigencias de capital excepcionalmente más estrictas. Concretamente, las entidades deben elevar sus ratios de capital (*Core Tier 1*) hasta el 9 % y construir un colchón adicional de recursos propios frente a las exposiciones de deuda soberana europea. Estos requisitos temporales, junto con la adaptación de la banca a la Directiva de Requerimientos de Capital denominada CRD3, suponen —según los cálculos de la EBA— unas necesidades de capital globales de alrededor de 115 mm de euros, que deben satisfacerse, como tarde, el 30 de junio de 2012. Esta cantidad incluye 30 mm de euros de capital para los bancos griegos, volumen contemplado en el programa UE/FMI de asistencia financiera al país. Excluyendo a la banca griega, los requisitos temporales de recursos propios frente a la cartera de deuda pública europea, a partir de su valoración de mercado a finales de septiembre de 2011, ascienden a casi 40 mm de euros.

La respuesta del sector bancario a las crecientes dificultades ha sido acelerar el proceso de desapalancamiento en que se halla inmerso. Así, por ejemplo, según datos del Banco de Pagos Internacionales (BIS), la banca de los países de la zona del euro ha reducido sus activos exteriores cerca de un 30 % desde marzo de 2008 (gráfico 4). En relación con el tamaño de su exposición exterior, los sectores bancarios belga, holandés e irlandés son los que han realizado las reducciones más intensas. Más recientemente, se ha observado también una reducción de las posiciones acree-

doras de la banca frente a los emisores soberanos (gráfico 5). Los bancos participantes en los ejercicios de recapitalización y en las pruebas de resistencia de la EBA redujeron su exposición soberana europea en unos 170 mm de euros durante los primeros nueve meses de 2011, hasta situarla en algo más de 1.550 mm de euros. Como se muestra en el gráfico, los bancos franceses redujeron en mayor medida su exposición (más de 75 mm de euros), lo que supone en torno al 28 % del total. Las ventas en el caso de la banca alemana fueron de unos 24 mm de euros, lo que representa casi el 6 % del total invertido en deuda pública.

Finalmente, en lo que respecta a la financiación a las empresas no financieras y a las familias en el área del euro, la compleja situación que afecta al sector bancario ha incrementado los riesgos de que el proceso de reestructuración y recapitalización en marcha pueda interferir en su capacidad para intermediar fondos entre los ahorradores y prestatarios privados, lo que tendría efectos perjudiciales para la recuperación económica y, por esta vía, sobre la propia situación patrimonial de la banca. Como se muestra en el último gráfico, los datos de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB) del tercer trimestre apuntaron un sustancial endurecimiento adicional de las condiciones de oferta de crédito, que previsiblemente se intensificará en la última parte del año. No obstante, resulta prematuro relacionar este hecho con la desaceleración reciente en las tasas de crecimiento del crédito a empresas no financieras y familias, ya que, de acuerdo con la EPB, la demanda de fondos se contrajo también en el período.

A la luz de los riesgos crecientes, las autoridades europeas han adoptado una serie de medidas en el ámbito de sus respectivas competencias, con el objetivo de que el proceso de desapalancamiento en marcha se lleve a cabo de la forma más ordenada posible, tratando de minimizar así la probabilidad de que se produzca una contracción en la oferta de crédito. De este modo, el BCE ha mantenido una política generosa de provisión de liquidez, asegurando el acceso de los bancos a la financiación del Eurosistema mediante la prolongación de las medidas no convencionales que, tal como se describe con más detalle en el texto principal, se han reforzado de forma singular en diciembre con la introducción de dos operaciones de financiación a muy largo plazo, la ampliación del colateral aceptado en las operaciones de política monetaria y la reducción del coeficiente de caja. Por su parte, la Comisión Europea prorrogó y actualizó el marco regulatorio especial por el que, desde 2008, se rigen las ayudas públicas al sistema bancario en forma de recapitalización, saneamiento de activos deteriorados y garantías sobre emisiones bancarias. Finalmente, la EBA ha publicado una serie de recomendaciones dirigidas a los supervisores nacionales para que la consecución de las nuevas ratios de capital no se realice a través de reducción del activo de los balances bancarios.

la entrada en vigor del Mecanismo de Estabilidad Financiera y se inició una revisión de su capacidad de financiación, que tendrá que estar concluida en marzo. Además, se acordaron los principales elementos de un nuevo pacto fiscal, que ha de suponer avances adicionales en la coordinación de las políticas fiscales respecto a la reforma de la gobernanza aprobada en octubre de 2011. El pacto, cuya redacción final ha de estar lista para ser ratificada en la reunión de marzo a más tardar, trata de reforzar los instrumentos de prevención mediante la introducción de límites a los déficits públicos en los marcos fiscales de cada Estado miembro de la zona del euro, cuya traslación legal será supervisada por los tribunales de justicia europeos y que contará con mecanismos de ajuste que se activarán de manera automática en caso de desviaciones. También se introducirá mayor automatismo en la aplicación de las sanciones contempladas en caso de déficit excesivo (véase recuadro 3).

Además de los avances necesarios hacia una mejor coordinación de políticas y hacia una mayor disciplina fiscal, el desarrollo de la crisis ha hecho evidente la necesidad de adoptar medidas destinadas a que la economía de la zona del euro recupere una senda de crecimiento sostenida. En esta línea, el pasado 23 de noviembre la Comisión Europea publicó el Informe Anual de Crecimiento de 2012, que contiene una hoja de ruta para las políticas presupuestaria y de reformas estructurales de los países de la UE en los próximos meses, y cuya evaluación y seguimiento tendrán lugar en el marco del segundo Semestre Europeo. Entre las prioridades que los países deberán tener en cuenta a la hora de establecer sus programas nacionales de reforma y sus programas presupuestarios destacan el diseño de planes de consolidación fiscal que sean compatibles con progresos en el crecimiento de la actividad, el avance en el proceso de saneamiento del sistema financiero, el impulso de la competencia en los mercados de servicios y en las industrias de red, una mayor eficiencia en las Administraciones Públicas, la revisión de los sistemas de negociación colectiva y el fomento de las políticas activas de empleo.

3.1 Evolución económica

En el tercer trimestre de 2011, el crecimiento del PIB del área del euro alcanzó el 0,1 %, una décima menos que en el período abril-junio (véase cuadro 1). El avance del producto obedeció al incremento del consumo privado y a la aportación positiva de la demanda exterior neta, como consecuencia del dinamismo de las exportaciones, mientras que el consumo público y la formación bruta de capital fijo se estancaron, al tiempo que la variación de existencias registró una contribución negativa al crecimiento del PIB. Por países, cabe destacar la aceleración del PIB de Alemania y en Francia (hasta un 0,5 % y un 0,3 %, respectivamente), apoyada en el impulso de la demanda interna y, en menor medida, de las exportaciones. En Italia, el producto retrocedió un 0,2 %, debido a la menor contribución al crecimiento del saldo neto exterior y a la contracción del consumo público y de la formación bruta de capital fijo.

Según los datos de la Contabilidad Nacional, y en línea con la debilidad de la actividad, el proceso de creación de empleo iniciado a finales de 2010 se detuvo en el tercer trimestre de 2011. Así, el número de empleados de la UEM permaneció estable en ese período, ya que se compensó el aumento experimentado en Alemania y en Francia con la disminución de España, y la tasa de variación interanual se situó en el 0,3 %, frente al 0,5 % del trimestre anterior. Por otro lado, el estancamiento de la productividad aparente del trabajo, en el período julio-septiembre, junto con el avance de la remuneración por asalariado, derivó en un aumento de los costes laborales unitarios, de mayor magnitud que el correspondiente al deflactor del PIB, lo que generó una disminución de los márgenes empresariales (véase gráfico 8).

Desde el año 2010, las instituciones y Gobiernos europeos están llevando a cabo una profunda revisión de la gobernanza y de la arquitectura institucional de la zona del euro con la intención de eliminar las debilidades que se han puesto en evidencia durante la crisis soberana. La última de las cumbres celebradas fue el Consejo de jefes de Estado y de Gobierno de la zona del euro de 9 de diciembre de 2011, donde se pusieron las bases de un nuevo pacto para dotar a la Unión Económica y Monetaria y a la UE de un marco más sólido de disciplina y estabilidad fiscal, y se plantearon medidas adicionales para aumentar la potencia de los mecanismos de asistencia financiera existentes.

Uno de los principales aspectos del pacto fiscal es el compromiso de establecer una nueva regla fiscal, que contribuirá a que los saldos de las Administraciones Públicas permanezcan en equilibrio u obtengan superávit a lo largo del ciclo, si bien se deja margen de maniobra para establecer políticas fiscales discrecionales en circunstancias excepcionales o crisis severas. En concreto, se considera que el objetivo de estabilidad presupuestaria se alcanzará si se cumple el criterio de que el déficit estructural anual sea inferior al 0,5 % del PIB nominal (aunque cada país podrá establecer un valor de referencia más estricto). Esta regla contendrá un mecanismo de corrección automático, que se activará en caso de desviación, definido según los principios propuestos por la Comisión Europea. La regla deberá ser introducida preferiblemente en la normativa constitucional de cada Estado miembro y su transposición será verificada por el Tribunal de Justicia Europeo.

El pacto indica también que los países con procedimiento de déficit excesivo (PDE) abierto deberán presentar a la Comisión y al Consejo, para su aprobación, un programa económico que detalle las reformas estructurales que se acometerán para garantizar una corrección duradera del déficit en el plazo establecido. También se adquiere el compromiso de que todos los procedimientos y sanciones propuestos por la Comisión en el marco del PDE sean adoptados de modo automático, salvo oposición de una mayoría cualificada de los Estados miembros. Por otra parte, de acuerdo con el pacto, todos los Estados miembros tendrán que informar con antelación de sus planes de emisión de deuda pública.

Los Estados miembros se han comprometido, además, a examinar con celeridad las dos nuevas propuestas presentadas por la Comisión el 23 de noviembre, con el fin de que ambas regulaciones estén en vigor para el próximo ciclo presupuestario —que se iniciaría a finales de 2012—. De acuerdo con la primera de esas propuestas, los países deberán remitir sus borradores de presupuestos a la Comisión no más tarde de una fecha establecida. La Comisión podrá adoptar una opinión sobre ellos y, en caso de que identifique un incumplimiento grave con las obligaciones establecidas en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, exigir su revisión. También se proponen requisitos sobre los marcos fiscales nacionales adicionales a los que establecía la Directiva aprobada en diciembre, exigiéndose ahora que los países introduzcan consejos fiscales independientes y que basen sus pla-

nes presupuestarios en previsiones realizadas por un organismo independiente. La segunda propuesta sugiere establecer un procedimiento de supervisión más estrecha para los Estados miembros que registren o tengan riesgos de registrar graves dificultades financieras.

Por lo que se refiere al fortalecimiento de los mecanismos de gestión de crisis, los acuerdos adoptados implican avances en diferentes ámbitos. Así, se acelera la puesta en funcionamiento del Tratado del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), de modo que entre en vigor cuando lo hayan ratificado Estados miembros que representen el 90 % de los compromisos de capital, y se fija como objetivo que ello se produzca en julio de 2012. La Facilidad Europea de Estabilización Financiera (FEEF) seguirá operativa hasta mediados de 2013, para los programas de asistencia ya establecidos. Además, se discutirá la introducción de algunos cambios en el Tratado del MEDE, que modificaría los sistemas de votación para añadir un procedimiento de emergencia, de acuerdo con el cual, en caso de que la Comisión y el Banco Central Europeo concluyan que se requiere una decisión urgente relacionada con la asistencia financiera a un país, las decisiones se tomarán por mayoría cualificada del 85 % y no por acuerdo unánime. Respecto a la participación del sector privado en el ámbito de los programas de asistencia financiera, se acuerda una adhesión estricta a los principios y prácticas del Fondo Monetario Internacional, y se afirma el carácter único y excepcional de las decisiones tomadas en este sentido en relación con la deuda griega.

En cuanto a los recursos financieros de los mecanismos de estabilización, se decidió acelerar los desembolsos de capital del MEDE y que se asegure una capacidad efectiva conjunta de financiación del MEDE y de la FEEF de 500 mm de euros. La suficiencia de dicha capacidad y su eventual ampliación se evaluarán en marzo de 2012. Por otra parte, el 19 de diciembre los países de la UEM acordaron realizar una aportación de 150 mm de euros al FMI para ampliar la capacidad financiera de esta institución. El Reino Unido rehusó realizar nuevas aportaciones y otros países no pertenecientes a la UEM anunciaron su disposición a efectuarlas tras la aprobación de sus parlamentos.

Por último, el acuerdo incorpora alguna referencia a la necesidad de coordinar el resto de las políticas macroeconómicas dentro del área del euro. Para ello se acuerda celebrar cumbres al máximo nivel político, de jefes de Estado y de Gobierno del área del euro, al menos dos veces al año.

La falta de unanimidad entre los Estados miembros de la UE ha implicado que las reformas y medidas consensuadas serán adoptadas mediante un acuerdo intergubernamental entre los países de la zona del euro, que se trasladará a los tratados de la Unión tan pronto como sea posible. La mayoría de los países no pertenecientes al área (con la excepción de Reino Unido) han indicado la posibilidad de adherirse al pacto tras consultar a sus respectivos parlamentos, si fuera necesario. La grave situación de inestabilidad financiera que afecta al área no hace más que subrayar la

necesidad de que se concluya con celeridad —y con pleno respeto al espíritu del acuerdo político de diciembre— el texto legal que se está negociando en estos momentos para que su adopción formal se produzca cuanto antes sea posible y, en cualquier caso, antes del plazo comprometido de marzo de 2012. Por otro lado,

además de la disciplina fiscal, la solución a los desafíos de la zona del euro requiere un relanzamiento de reformas estructurales impulsoras del crecimiento, tal y como recoge el Informe Anual de Crecimiento que presentó la Comisión Europea en noviembre, al que se dedica un artículo de este mismo Boletín.

En el cuarto trimestre se produjo un empeoramiento generalizado de los indicadores económicos, si bien en diciembre se observó cierta estabilización (véase gráfico 9). Desde el lado de la oferta, la producción industrial disminuyó su ritmo de avance y los indicadores de confianza del sector elaborados por la Comisión Europea y los basados en las encuestas realizadas a los directores de compras retrocedieron. De igual forma, los indicadores de confianza del sector servicios se situaron en el cuarto trimestre por debajo de los niveles del período julio-septiembre, mientras que la construcción aceleró su ritmo de caída. En relación con los indicadores de demanda, las ventas minoristas disminuyeron en relación con el tercer trimestre, al igual que el índice de confianza de los consumidores, que alcanzó en diciembre el registro más negativo de todo el año. Por lo que se refiere a los indicadores de inversión, el grado de utilización de la capacidad productiva y la valoración de la cartera de pedidos de la industria cayeron en el cuarto trimestre. Por último, las exportaciones de bienes registraron, en el período octubre-noviembre, un ritmo de avance inferior al del tercer trimestre, al tiempo que las expectativas de exportación perdieron fuerza en los últimos meses de 2011, en línea con la menor fortaleza del comercio mundial, y la cartera de pedidos exteriores empeoró en octubre, noviembre y diciembre.

En definitiva, la información coyuntural más reciente sugiere que la actividad del área del euro se contrajo a finales del 2011, en línea con lo anticipado por algunos organismos internacionales e instituciones privadas (véase cuadro 1). Varios factores han debilitado el dinamismo de la actividad de la zona del euro, entre los que destacan la ralentización del ritmo de crecimiento de la demanda mundial, el proceso de ajuste de balances del sector privado, los efectos a corto plazo de los procesos de consolidación fiscal en marcha y las desfavorables consecuencias que las actuales tensiones en los mercados de deuda soberana están teniendo sobre las condiciones de financiación y la confianza de los agentes económicos. Más a medio plazo, las perspectivas han empeorado, de forma que los organismos internacionales y los analistas privados han revisado a la baja sus perspectivas de crecimiento, llegando incluso a estimar algunos de ellos un crecimiento negativo para 2012. Este escenario se enmarca en un contexto de elevada incertidumbre en el que existen considerables riesgos a la baja. Estos riesgos están relacionados con una nueva intensificación de las tensiones existentes en los mercados financieros, que complicaría el proceso de desapalancamiento en que se encuentra incurso el sistema bancario, y podría dar lugar a una contracción de la oferta de crédito a empresas y familias que terminase mermando cualquier posibilidad de recuperación económica a lo largo de 2012 en la zona del euro.

La tasa interanual de inflación no registró cambios importantes a lo largo del trimestre, situándose en el 2,7 % en diciembre. La estabilidad de la inflación de los últimos meses es extensiva prácticamente a todas las rúbricas. Tan solo registraron cambios los

	2010			2011			2012	
	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR
CONTABILIDAD NACIONAL (tasas de variación intertrimestral, salvo indicación contraria)								
Producto interior bruto	0,9	0,4	0,3	0,8	0,2	0,1		
Consumo privado	0,1	0,4	0,3	0,0	-0,5	0,2		
Consumo público	0,2	0,1	0,0	0,2	-0,1	-0,1		
Formación bruta de capital fijo	1,9	0,2	-0,4	1,8	-0,1	-0,1		
Importaciones	4,2	1,7	1,3	1,1	0,5	0,8		
Exportaciones	4,7	2,1	1,5	1,8	1,2	1,2		
Contribuciones a la variación intertrimestral del PIB (pp)								
Demanda interna, excluidas existencias	0,5	0,3	0,1	0,4	-0,4	0,1		
Variación de existencias	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	-0,1		
Demanda exterior neta	0,3	0,3	0,2	0,3	0,4	0,2		
PIB (tasa de variación interanual)	2,1	2,1	2,0	2,4	1,6	1,3		
INDICADORES DE ACTIVIDAD (datos medios del trimestre)								
IPI ajustado de días laborables y estacionalidad	2,5	0,7	2,3	0,9	0,2	0,5	-1,3	
Sentimiento económico	99,2	102,3	105,7	107,4	105,7	98,8	94,0	
PMI compuesto	56,6	55,7	54,9	57,6	55,6	50,3	47,2	
Empleo	0,1	0,0	0,1	0,1	0,2	-0,1		
Tasa de paro	10,2	10,1	10,1	10,0	10,0	10,1	10,3	
INDICADORES DE PRECIOS (variación interanual de datos de fin de período)								
IAPC	1,5	1,9	2,2	2,7	2,7	3,0	2,7	
IPRI	3,1	4,3	5,4	6,8	5,9	5,8	5,3	
Precio del petróleo (valor en dólares)	75,0	78,4	92,3	115,4	114,9	114,8	108,7	112,1
INDICADORES FINANCIEROS (datos de fin de período)								
Rendimiento deuda pública a diez años UEM	3,7	3,5	4,1	4,6	4,4	4,0	4,1	3,9
Diferencial deuda pública a diez años EEUU-UE	-0,72	-1,01	-0,78	-1,14	-1,30	-2,06	-2,17	-2,00
Tipo de cambio dólar/euro	1,227	1,365	1,336	1,421	1,445	1,350	1,294	1,279
Apreciación/depreciación del TCEN-20 (b)	-10,3	-6,3	-8,2	3,5	3,9	0,7	-2,2	-1,1
Índice Dow Jones EUROSTOXX 50 (b)	-13,2	-7,4	-5,8	4,2	2,0	-22,0	-17,1	3,5

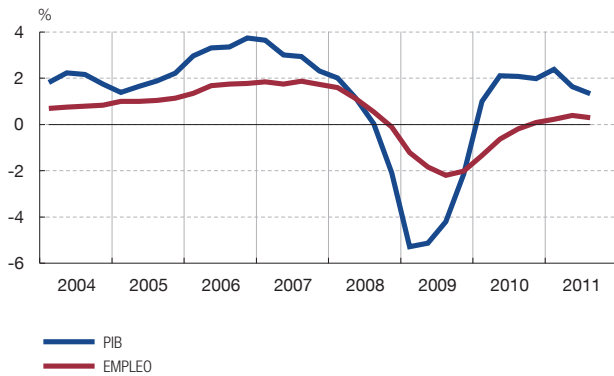
FUENTES: Comisión Europea, Eurostat, Markit Economics, Banco Central Europeo y Banco de España.

a Información disponible hasta el día 17 de enero de 2012.

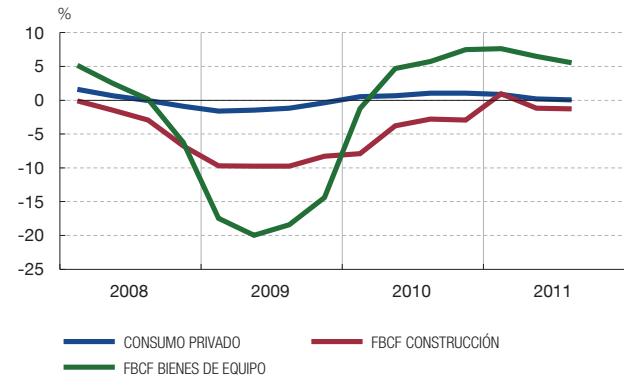
b Variación porcentual acumulada en el año.

precios de los alimentos, cuyo aumento ha sido compensado por la menor tasa de crecimiento de la energía, en consonancia con la disminución de los precios del petróleo en los mercados internacionales. De igual forma, la inflación subyacente medida por el IPSEBENE se mantuvo estable, en el entorno del 2 %, durante el último trimestre del año (véase gráfico 10). Por su parte, los precios industriales crecieron un 5,5 % en octubre y noviembre, tres décimas por debajo de lo observado a finales del tercer trimestre del año. Todos los componentes registraron tasas de crecimiento similares a las del período anterior, aunque los bienes de capital aumentaron de forma más moderada. En el medio plazo, se espera que la inflación se sitúe en tasas por debajo del 2 %. Además, los riesgos se consideran, en general, equilibrados, ante un escenario de mayor debilidad del crecimiento en la zona del euro, donde las presiones de los costes, salarios y precios se espera que se mantengan moderadas, aunque no se descartan nuevos incrementos de los impuestos indirectos y de los precios administrados, debido a la necesidad de sanear las finanzas públicas en los próximos años (véase cuadro 2). En este contexto, las expectativas de inflación a largo plazo se mantienen ancladas.

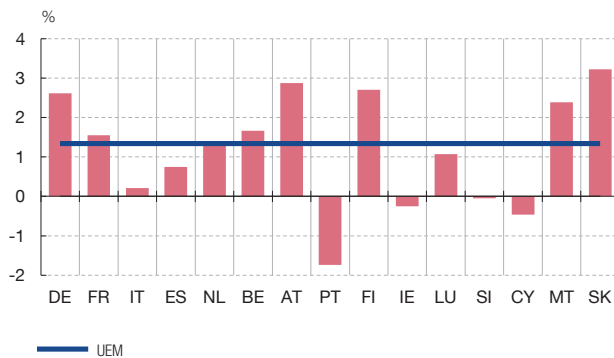
PRODUCCIÓN Y EMPLEO
Tasas de variación interanual



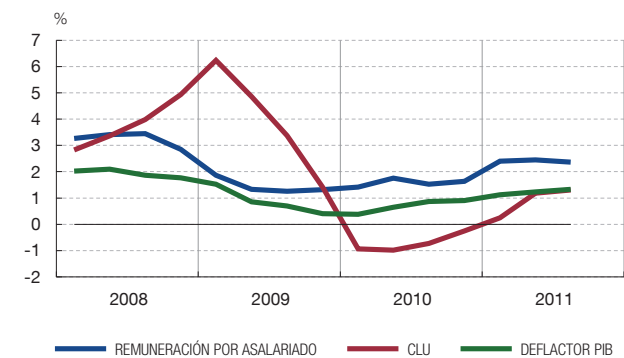
CONSUMO PRIVADO E INVERSIÓN
Tasas de variación interanual



TASAS DE VARIACIÓN INTERANUAL DEL PIB
Tercer trimestre de 2011



SALARIOS Y COSTES
Tasas de variación interanual

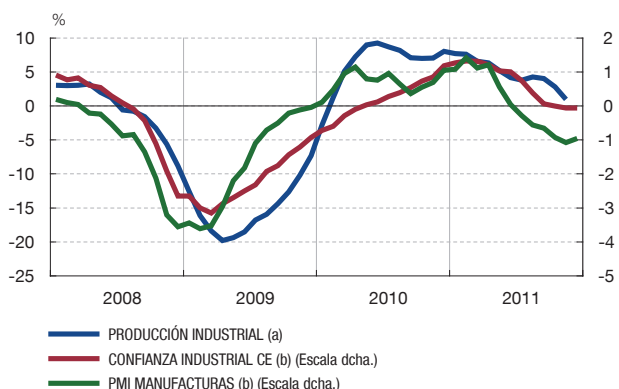


FUENTES: Eurostat y estadísticas nacionales.

La balanza por cuenta corriente de la UEM acumuló un déficit de 59,2 mm de euros (un 0,8 % del PIB) en el período enero-octubre, algo superior a los 42 mm acumulados en el mismo período del año anterior (un 0,5 % del PIB). Este retroceso se debe fundamentalmente al cambio de signo del saldo de la balanza de bienes, que pasó a ser deficitario, mientras que la balanza de servicios mejoró. Por otro lado, dentro de la cuenta financiera y en el mismo período, se produjo una aminoración de las salidas netas de capitales en forma de inversión directa (de 53 mm, frente a los 138 mm de 2010), mientras que los flujos de inversión de cartera netos recibidos aumentaron en 157 mm, hasta los 290 mm. De esta forma, la balanza básica, que aúna estos dos tipos de inversiones y la balanza por cuenta corriente, pasó de deficitaria en el período de enero-octubre de 2010 a obtener superávit en el mismo período de 2011, desde los -47 mm a los 179 mm de euros (véase gráfico 11).

De acuerdo con las previsiones de la Comisión Europea, el déficit público del conjunto de la zona del euro se situó próximo al 4 % del PIB en 2011, en torno a dos puntos por debajo de lo observado en 2010 (6,2 %). Los presupuestos presentados por los países para 2012 permiten proyectar un nuevo recorte del déficit para este año, aunque inferior al registrado el año anterior. Estas previsiones se encuentran sujetas a una incertidumbre elevada, ya que, a diferencia de lo sucedido en la mayor parte de 2011, cuando la consolidación se apoyó en la desaparición de las medidas de estímulo y en una cierta recuperación económica, el ajuste fiscal debe realizarse en un escenario donde predominan los riesgos a la baja sobre el crecimiento.

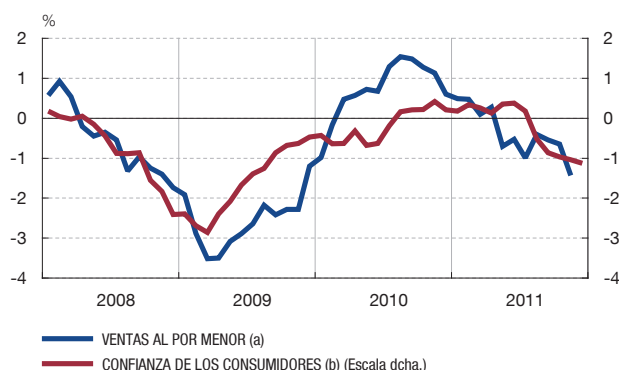
INDICADORES DE ACTIVIDAD INDUSTRIAL



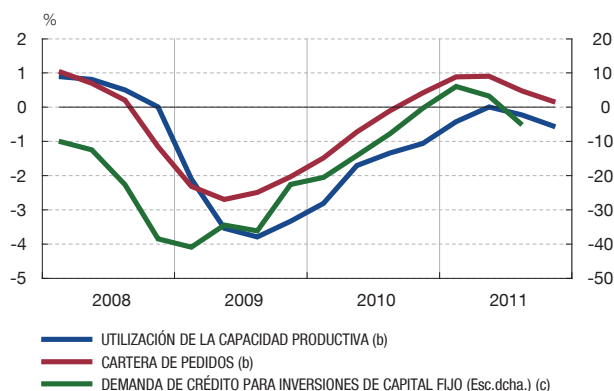
INDICADORES DEL SECTOR SERVICIOS



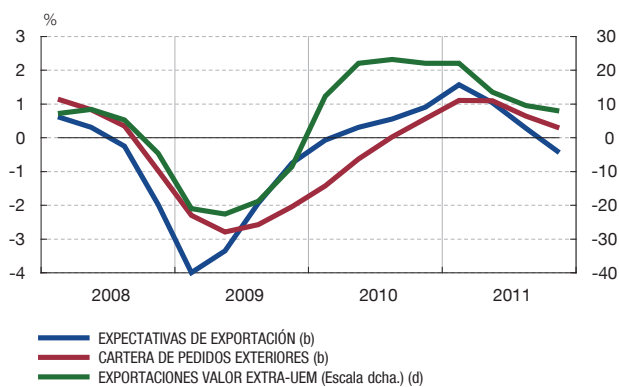
INDICADORES DE CONSUMO



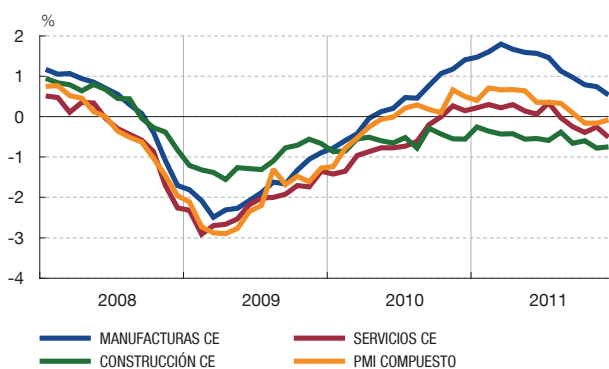
INDICADORES DE INVERSIÓN



INDICADORES DE EXPORTACIONES



INDICADORES DE EXPECTATIVAS DE EMPLEO (b)

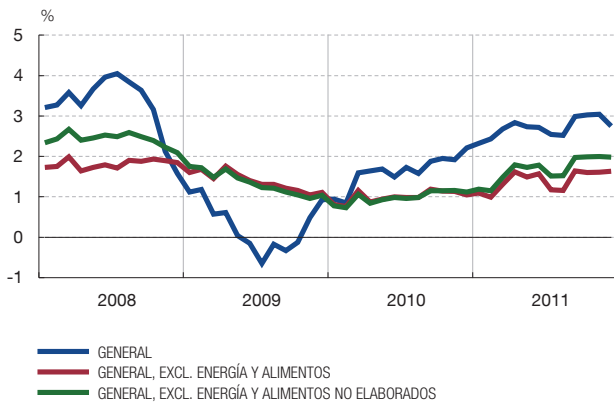


FUENTES: Comisión Europea, Eurostat y Markit Economics.

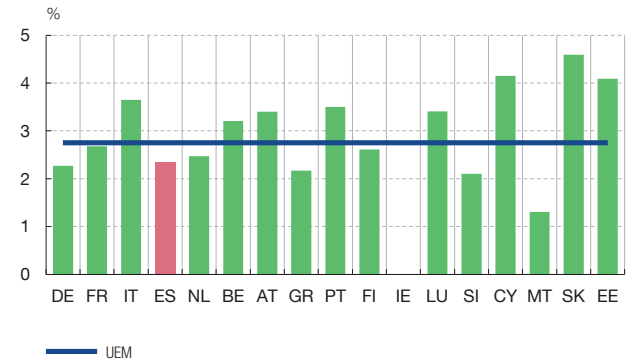
- a Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre la media móvil trimestral de la serie ajustada de estacionalidad.
- b Series normalizadas.
- c Encuesta sobre Préstamos Bancarios. Indicador = porcentaje de entidades que señalan aumento considerable + porcentaje de entidades que señalan cierto aumento $\times 0,5$ - porcentaje de entidades que señalan un cierto descenso $\times 0,5$ - porcentaje de entidades que señalan un descenso considerable. Un valor positivo significa aumento.
- d Tasas interanuales de la serie original. Media trimestral.

De hecho, el deterioro de las perspectivas de crecimiento observado desde el verano ha llevado a numerosos países a introducir nuevos planes de ajuste en los meses finales del año, para cumplir los compromisos establecidos en el marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento para 2012. Entre estos países, cabe destacar a Italia, que anunció un paquete

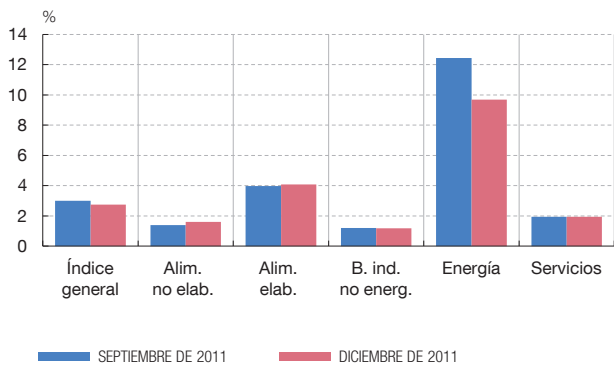
ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO



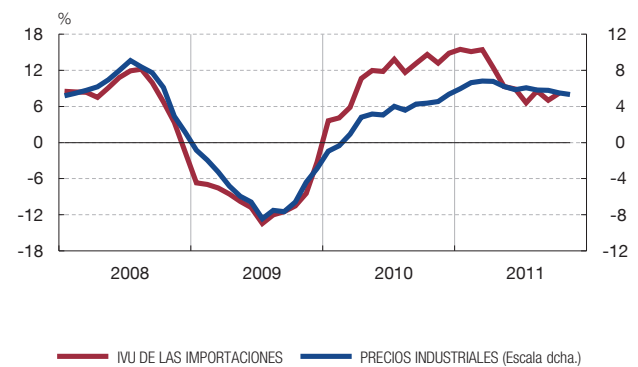
IAPC GENERAL
(Diciembre de 2011)



IAPC Y SUS COMPONENTES



OTROS INDICADORES DE PRECIOS



FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

PREVISIONES DEL PIB Y DEL IAPC PARA LA UEM (a)

CUADRO 2

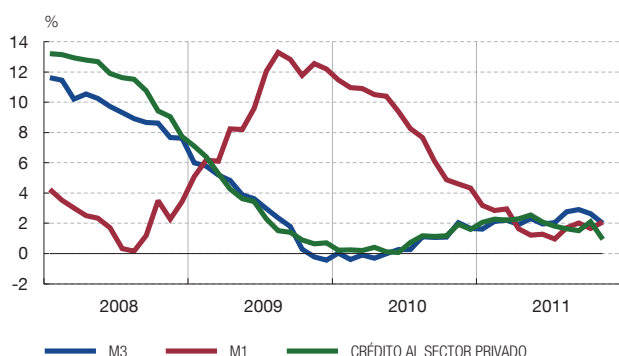
	2011		2012		2013	
	PIB	IAPC	PIB	IAPC	PIB	IAPC
BCE (diciembre de 2011)	1,5-1,7	2,6-2,8	-0,4-1,0	1,5-2,5	0,3-2,3	0,8-2,2
Comisión Europea (noviembre de 2011)	1,5	2,6	0,5	1,7	1,3	1,6
FMI (septiembre de 2011)	1,6	2,5	1,1	1,5	1,5	1,7
OCDE (noviembre de 2011)	1,6	2,6	0,2	1,6	1,4	1,2
Consensus Forecast (enero de 2012)	1,6	2,7	-0,3	1,9	1,0	1,7
Eurobarómetro (enero de 2012)	1,6	2,7	-0,3	1,8	1,0	1,7

FUENTES: Banco Central Europeo, Comisión Europea, Consensus Forecast, Fondo Monetario Internacional, MJ Economics y OCDE.

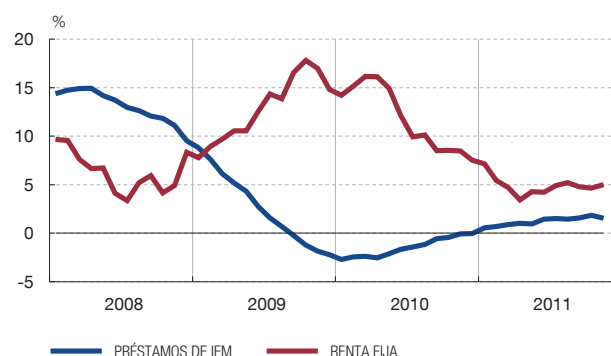
a Tasas de variación anual.

de medidas fiscales a principios de diciembre que supone un recorte de los gastos en pensiones, un incremento del IVA y la reintroducción del impuesto sobre la propiedad inmobiliaria. Irlanda también intensificó el esfuerzo de consolidación fiscal para 2012, con una subida del tipo del IVA de algunos productos hasta el 23% y recortes en determinados gastos sociales. Portugal, por su parte, introdujo una rebaja de las pensiones y de los salarios públicos y una revisión de los productos sujetos a los tipos reducidos del IVA.

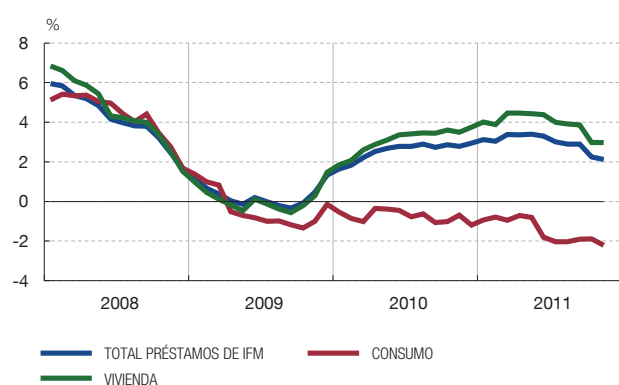
AGREGADOS MONETARIOS Y CREDITICIOS
Tasas de variación interanual



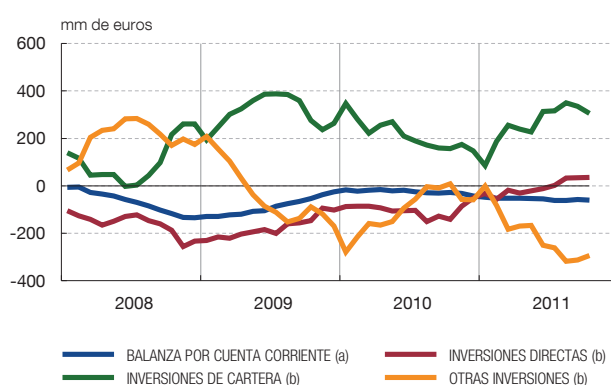
FINANCIACIÓN DE SOCIEDADES NO FINANCIERAS
Tasas de variación interanual



FINANCIACIÓN DE HOGARES
Tasas de variación interanual



BALANZA DE PAGOS
Acumulado de los últimos doce meses



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a Un signo positivo (negativo) indica un superávit (déficit) de la balanza por cuenta corriente.
- b Entradas menos salidas de capital. Un signo positivo (negativo) indica una entrada (salida) neta de capital.

En Grecia, la combinación de una intensa recesión económica y de los retrasos en la implementación de las medidas comprometidas llevaron al incumplimiento de los objetivos fiscales establecidos para 2011 y a la aprobación de nuevas medidas orientadas a la consecución de los objetivos en 2012. En esta economía, todavía se encuentran pendientes de concretar los términos del segundo programa de asistencia oficial y la participación del sector privado en el proceso de reestructuración de la deuda. Finalmente, Chipre y Bélgica también adoptaron nuevas medidas de ajuste fiscal.

Con todo, en un contexto como el actual, en el que los mercados financieros pueden valorar de manera negativa tanto la falta de compromiso de los Gobiernos con la consolidación fiscal como el impacto que esta puede tener a corto plazo sobre el crecimiento, resulta relevante que los planes de consolidación tengan más en cuenta el impacto diferencial que las distintas medidas de ajuste pueden tener sobre el crecimiento, tal y como propugna el Informe Anual de Crecimiento que presentó la Comisión Europea el pasado 23 de noviembre.

También se ha seguido avanzando hacia la mejora de los instrumentos para lograr una mayor disciplina y credibilidad en el diseño de las políticas presupuestarias. Así, la reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento acordada en 2011 entró en vigor en enero de

% del PIB

	2009	2010	2011		2012		
		PE (b)	CE (d)	FMI (c)	PE (b)	CE (d)	FMI (c)
Bélgica	-5,8	-4,1	-3,6	-3,5	-3,5	-4,6	-3,4
Alemania	-3,2	-4,3	-1,3	-1,7	-1,3	-1,0	-1,1
Estonia	-2,0	0,2	0,8	-0,1	0,2	-1,8	-2,3
Irlanda	-14,2	-31,3	-10,3	-10,3	-10,0	-8,6	-8,6
Grecia	-15,8	-10,6	-8,9	-8,0	-8,6	-7,0	-6,9
España	-11,2	-9,3	-6,6	-6,1	-6,0	-5,9	-5,2
Francia	-7,5	-7,1	-5,8	-5,9	-5,7	-5,3	-4,6
Italia	-5,4	-4,6	-4,0	-4,0	-3,9	-2,3	-2,4
Chipre	-6,1	-5,3	-6,7	-6,6	-6,5	-4,9	-4,5
Luxemburgo	-0,9	-1,1	-0,6	-0,7	-0,6	-1,1	-1,2
Malta	-3,7	-3,6	-3,0	-2,9	-2,8	-3,5	-2,9
Holanda	-5,6	-5,1	-4,3	-3,8	-4,2	-3,1	-2,8
Austria	-4,1	-4,4	-3,4	-3,5	-3,6	-3,1	-3,2
Portugal	-10,1	-9,8	-5,8	-5,9	-5,9	-4,5	-4,5
Eslovenia	-6,1	-5,8	-5,7	-6,2	-5,5	-5,3	-4,7
Eslovaquia	-8,0	-7,7	-5,8	-4,9	-5,8	-4,9	-3,8
Finlandia	-2,5	-2,5	-1,0	-1,0	-1,1	-0,7	0,3
PRO MEMORIA: UEM							
Saldo primario	-3,5		-1,3	-1,5		-0,3	-0,3
Saldo total	-6,4	-6,2	-4,3	-4,1	-4,0	-3,4	-3,1
Deuda pública	79,3	85,6	88,0	88,6	87,6	90,4	90,0

FUENTES: Comisión Europea, Eurostat y Fondo Monetario Internacional.

- a Déficit (-)/superávit (+). Se han sombreado las celdas en las que el déficit supera el 3 % del PIB.
b Notificación del Procedimiento de Déficit Excesivo de otoño de 2011.
c Previsiones del Fondo Monetario Internacional de septiembre de 2011.
d Previsiones de la Comisión Europea de otoño de 2011.

2012 y se ha visto fortalecida por los acuerdos del Consejo de principios de diciembre, que han de ser ratificados en las próximas semanas (véase recuadro 3). Por su parte, la Comisión Europea presentó en noviembre dos nuevas regulaciones que habilitan a esta institución para llevar a cabo una evaluación más temprana de los presupuestos nacionales con el objetivo de prevenir la aparición de déficits excesivos e introducen mejoras adicionales en los marcos fiscales nacionales, incluyendo la obligación de crear consejos fiscales independientes para la supervisión de las políticas nacionales y de diseñar los planes presupuestarios a partir de previsiones macroeconómicas elaboradas por organismos independientes. Por último, las propuestas de la Comisión plantean la necesidad de estrechar la vigilancia macroeconómica de aquellos países que puedan registrar dificultades en términos de estabilidad financiera.

3.2 Evolución monetaria y financiera

Durante el último trimestre de 2011 y principios de 2012 se prolongaron las tensiones derivadas de la crisis de deuda soberana, que se había agudizado y adquirido un carácter sistémico en el verano. En algunos países, como Francia, Italia y España, el diferencial soberano frente al *Bund* alemán alcanzó máximos en noviembre y la volatilidad de los tipos de la deuda se elevó hasta niveles desconocidos desde la creación del euro. Las elevadas necesidades de financiación de los gobiernos, que tienen que hacer frente a numerosos vencimientos de deuda pública en el primer trimestre de 2012, es-

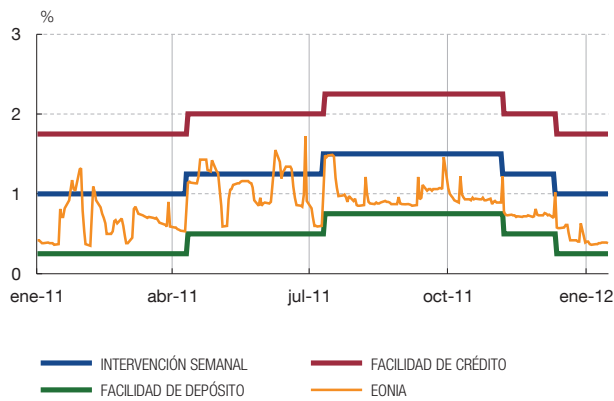
tán contribuyendo a alimentar las presiones sobre los rendimientos de los bonos en algunos países del área. De manera simultánea, más de la mitad de los Estados de la UEM se vieron afectados por rebajas en la calificación crediticia de su deuda soberana, suponiendo la última actuación de S&P en enero que Austria y Francia perdieran la calificación máxima AAA.

Como se trata con más detalle en el recuadro 2, el sector bancario continuó sometido a fuertes tensiones, como consecuencia de su exposición al riesgo soberano, las dificultades de financiación en los mercados, el endurecimiento de las exigencias de capital por parte de la Autoridad Bancaria Europea y la disminución de las expectativas de beneficios, debido al debilitamiento de la actividad económica. Estas circunstancias, junto con los elevados vencimientos de deuda bancaria a lo largo de 2012, han acelerado el proceso de desapalancamiento en que se encuentra inmerso el sector y han aumentado los riesgos de endurecimiento adicional de las condiciones de financiación, o incluso una contracción de la oferta de crédito.

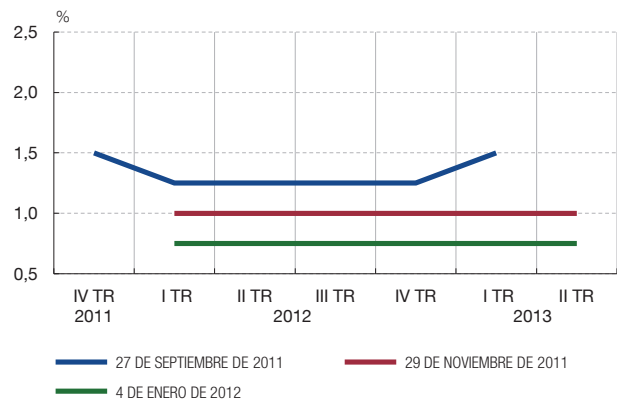
En un contexto de debilidad de la actividad en el que se espera que la inflación se sitúe por debajo del 2 % en el medio plazo, el Consejo de Gobierno del BCE redujo los tipos de interés oficiales en 25 pb de forma consecutiva en sus reuniones de noviembre y de diciembre, hasta situarlos en el 1 % para las operaciones principales de financiación. El tipo de las facilidades de depósito y de crédito quedó establecido en el 0,25 % y el 1,75 %, respectivamente (véase gráfico 12). Asimismo, el BCE adoptó medidas temporales adicionales de carácter no convencional, con la finalidad de apoyar la oferta de crédito a empresas no financieras y familias. Además de la acción coordinada con otros bancos centrales en noviembre para proporcionar liquidez en divisas, el Consejo de Gobierno introdujo, en su reunión de diciembre, dos operaciones de financiación a plazo más largo, con adjudicación plena, y con un vencimiento de 36 meses, y la opción de reembolso anticipado después de un año. Al mismo tiempo, el BCE amplió el abanico de activos admitidos como garantía en sus operaciones de financiación y redujo el coeficiente de reservas hasta el 1 %, desde el 2 % anterior, lo que liberará activos de garantía y respaldará la actividad del mercado monetario. Como resultado de la primera subasta a treinta y seis meses, llevada a cabo el 21 de diciembre, el Eurosistema prestó 489 mm de euros a un total de 523 entidades. El próximo 29 de febrero se realizará una segunda operación de estas características. Además, en noviembre comenzó el segundo programa de adquisiciones de bonos bancarios garantizados (CBPP2), que prevé compras por un total de 40 mm de euros (20 mm menos que el primero) y cuyo saldo vivo, a fecha de cierre de este Boletín, es de 3 mm de euros. Por su parte, las adquisiciones de deuda pública dentro del programa de mercado de valores, reactivado en agosto como consecuencia de la intensificación de las tensiones financieras, ascienden a algo más de 213 mm de euros.

La relajación de la política monetaria se ha trasladado solo en parte a los tipos de interés de los mercados monetarios (véase gráfico 13), como consecuencia de la prolongación de las tensiones en los mercados de financiación interbancaria, que provocaron nuevos aumentos en las primas por riesgo de crédito. Así, el diferencial de los euríbor con respecto a las rentabilidades de las operaciones *repo* continuó, en un contexto de fuerte volatilidad, su senda ascendente, superando en enero los 150 pb en el caso de las operaciones a doce meses. Por su parte los euríbor a tres meses y a un año se situaron, respectivamente, en el entorno del 1,2 % y el 1,8 % en enero, 30 pb y 20 pb por debajo de los niveles de septiembre. El tipo de interés del bono alemán a diez años no registró cambios significativos a lo largo del trimestre, manteniéndose en el entorno del 2 %.

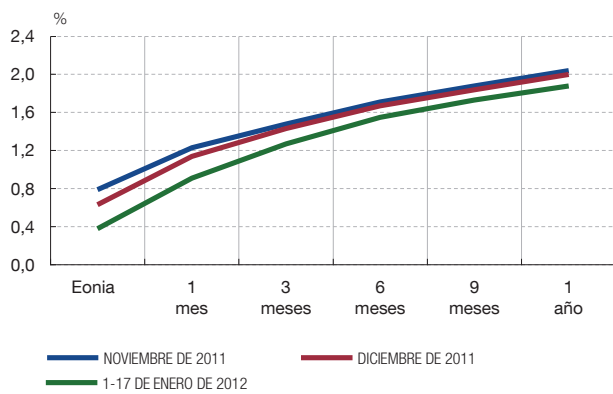
EONIA Y TIPOS DE INTERÉS DEL BCE



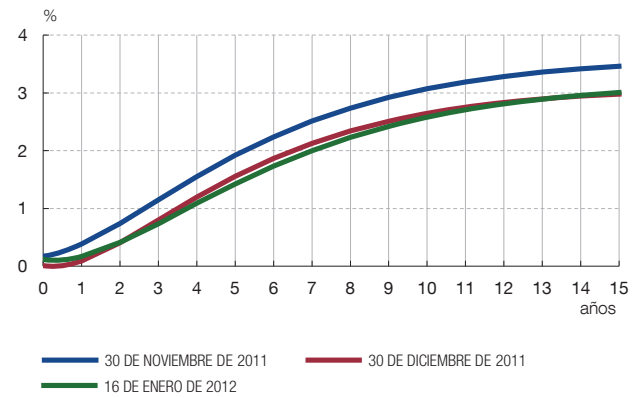
TIPO DEL BCE ESPERADO A FIN DE TRIMESTRE. ENCUESTAS REUTERS



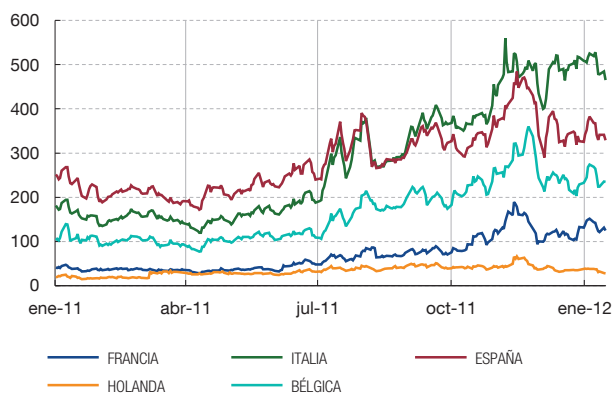
MERCADO INTERBANCARIO



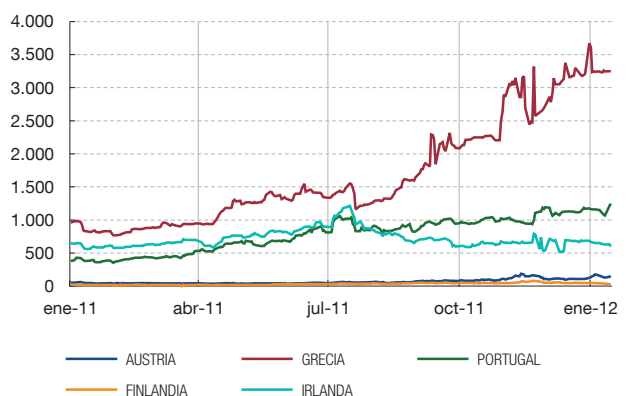
CURVA CUPÓN CERO (a)



DIFERENCIALES SOBERANOS RESPECTO A ALEMANIA



DIFERENCIALES SOBERANOS RESPECTO A ALEMANIA

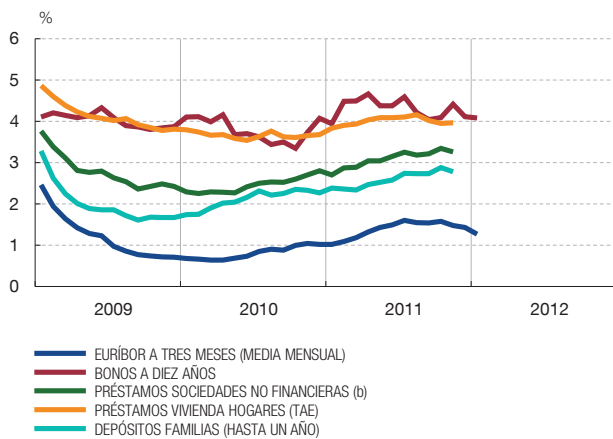


FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a Estimación realizada por el Banco Central Europeo con datos del mercado de swaps.

En el resto de países, sin embargo, los tipos de interés a largo plazo de la deuda pública siguieron aumentando, por lo que los diferenciales de rentabilidad frente al *Bund* alemán se incrementaron hasta principios de diciembre y, en un contexto de elevada volatilidad, se han mantenido en niveles históricamente altos desde entonces (véase gráfico 12).

EURÍBOR Y TIPOS DE INTERÉS BANCARIOS (a)



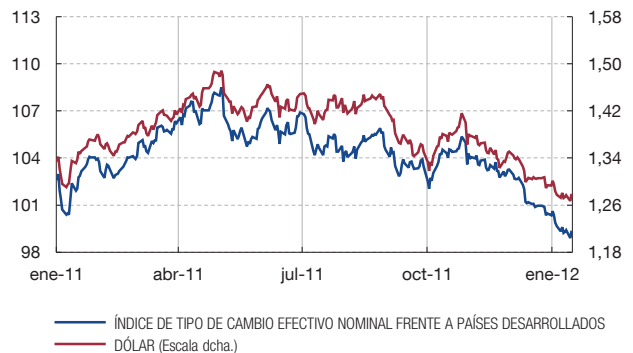
DIFERENCIAL DE RENTABILIDAD DE LOS BONOS CORPORATIVOS CON RESPECTO A LOS SWAP ASSETS



ÍNDICE EUROSTOXX 50 Y VOLATILIDAD IMPLÍCITA



TIPOS DE CAMBIO NOMINALES DEL EURO



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a Correspondientes a nuevas operaciones.
- b Tipos de interés variables y con período inicial de fijación de tipos hasta un año.

En lo que respecta a la financiación del sector privado, el saldo de las emisiones de deuda de las sociedades no financieras aumentó un 5 % interanual en noviembre, en línea con el incremento de los meses anteriores (véase gráfico 11). Los préstamos bancarios crecieron a menor ritmo, reflejando sobre todo la evolución de los destinados a hogares, que registraron una tasa interanual de variación en noviembre del 2,1 %, 0,8 pp inferior a la de septiembre. Esta desaceleración viene explicada por el menor dinamismo de los préstamos para la adquisición de vivienda. En lo referido a los préstamos a sociedades no financieras, no se han registrado cambios significativos en su ritmo de avance.

En los mercados de renta fija privada, las primas de riesgo de los títulos del sector tanto financiero como no financiero mostraron una fuerte volatilidad durante el período, aunque los niveles medios se mantuvieron relativamente constantes. Por su parte, el coste de los préstamos bancarios otorgados al sector privado mostró un leve retroceso en el período octubre-noviembre en el caso de la financiación a hogares, mientras que se elevó ligeramente para las empresas. Así, el tipo de las nuevas operaciones de préstamo de sociedades no financieras se situó en el 3,3 % en noviembre, frente a niveles inferiores al 3 % de la primavera de 2011.

Las cotizaciones de los mercados bursátiles, en línea con la evolución financiera del trimestre, estuvieron sujetas a una alta volatilidad en todos los países y sectores. El EURO-STOXX 50 aumentó un 10 % durante el trimestre y primeros días de enero, aunque acumuló una caída del 18 % en el conjunto de 2011 (véase gráfico 13), que asciende al 37 % en el caso del sector bancario. Por su parte, el tipo de cambio del euro se depreció un 4 % en términos efectivos nominales y un 5 % frente al dólar (véase gráfico 13).

Finalmente, el agregado monetario M3 disminuyó su crecimiento en noviembre, hasta una tasa del 2 % interanual, debido fundamentalmente a la desaceleración de los instrumentos negociables.

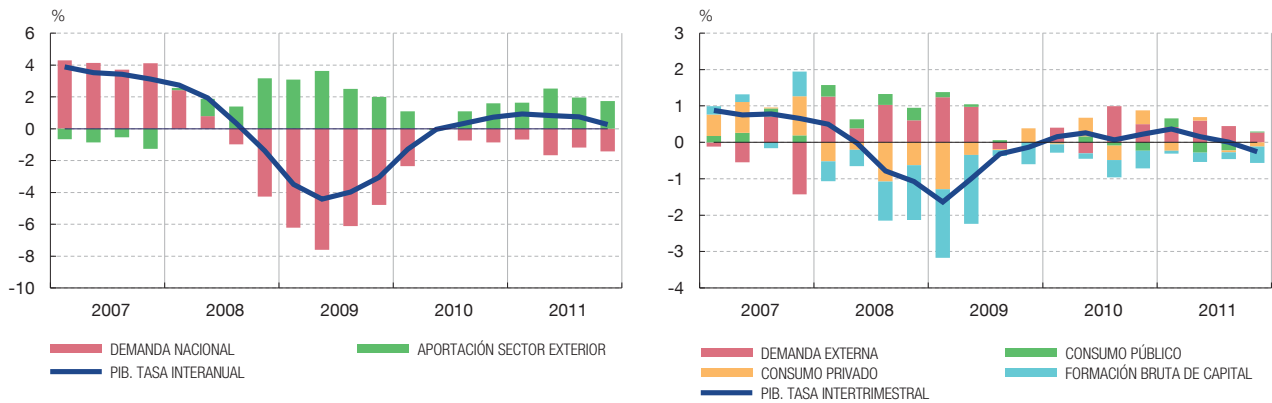
4 LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

De acuerdo con la información actualmente disponible, todavía incompleta, se estima que la actividad económica se contrajo en último trimestre de 2011, de modo que el PIB registró una variación intertrimestral del -0,3 % (véase gráfico 14). La demanda exterior mantuvo una contribución positiva al crecimiento del PIB, con una aportación de 0,3 pp, una décima por debajo de la del trimestre anterior, al acusar la pérdida de vigor de las exportaciones de bienes. La demanda nacional retrocedió algo más intensamente que en el período de julio-septiembre, con un descenso del 0,5 % en términos intertrimestrales, lastrada por la marcada contracción de la formación bruta de capital fijo. En términos interanuales, el producto siguió aumentando, concretamente en un 0,3 %, tasa cinco décimas menor que la del período anterior.

El empleo acentuó su reducción en el cuarto trimestre, situando su variación interanual en el -2,4 % mientras que la productividad aparente del trabajo mostró un avance interanual del 2,7 %. Por otro lado, se estima que la remuneración por asalariado del conjunto de la economía mantuvo un ritmo de incremento similar al del trimestre previo, de modo que los costes laborales unitarios siguieron reduciendo su tasa interanual. Los precios de consumo desaceleraron su ritmo de avance en los meses finales del año. Así, la tasa de variación interanual del IPC en diciembre de 2011 se situó en el 2,4 %, 7 décimas por debajo de la de septiembre, y el IPSEBENE —índice que excluye los precios de la energía y de los alimentos no elaborados— disminuyó su crecimiento 2 décimas, hasta el 1,5 %. En los próximos meses se espera que continúe esta trayectoria, a medida que desaparezcan los efectos de comparación provocados por el alza de precios del petróleo a principios de 2011.

4.1 Demanda

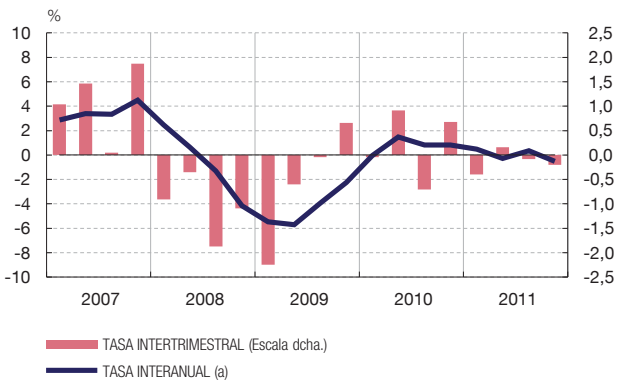
En el último trimestre de 2011, el consumo privado siguió presentando cierta debilidad, que se ha traducido en una leve caída intertrimestral (véase gráfico 15). Esta evolución refleja la existencia, en la segunda parte del año, de un contexto poco propicio para el gasto de los hogares, caracterizado por la evolución más negativa del mercado laboral, la disminución del valor de la riqueza inmobiliaria y de la riqueza financiera, y el deterioro de las perspectivas económicas. Las matriculaciones de vehículos particulares cayeron un 5,2 % interanual en el cuarto trimestre, con un descenso intertrimestral, calculado sobre la serie ajustada de estacionalidad, cercano al 2 %, al igual que otros bienes de consumo duradero. Entre los restantes indicadores cuantitativos, tanto las ventas de bienes y servicios de consumo de grandes empresas, que publica la Agencia Tributaria, como el índice de comercio al por menor registraron un descenso interanual más acusado en la media de octubre y noviembre que en el tercer trimestre. Por su parte, los indicadores cualitativos, como el índice de confianza de los consumidores y el de los comerciantes minoristas de la Comisión Europea, se mantuvieron relativamente estables en el promedio trimestral. Con datos hasta el tercer trimestre, la renta de las familias experimentó, por primera vez en los últimos dos años, un incremento nominal (0,7 % interanual), de acuerdo con los datos acumulados de cuatro trimestres de las cuentas no financieras de los sectores institucionales. Este avance de los ingresos nominales de las familias fue el resultado de un menor descenso de la remuneración de asalariados y de un incremento del excedente bruto de los trabajadores autoempleados. La aportación positiva de las AAPP al sostenimiento de la renta de los hogares se mantuvo estable, así como la contribución neta negativa de las rentas de la propiedad. No obstante, el consumo nominal se expandió a un ritmo mayor que los ingresos de los hogares, dando lugar a un nuevo descenso de la tasa de ahorro, que disminuyó casi 2 pp en el tercer trimestre respecto a la cifra de 2010, situándose en el 12,1 % de la renta disponible, con datos acumulados de cuatro trimestres.



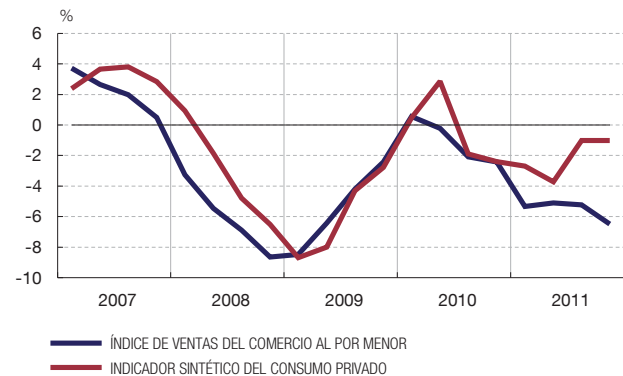
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

CONSUMO PRIVADO

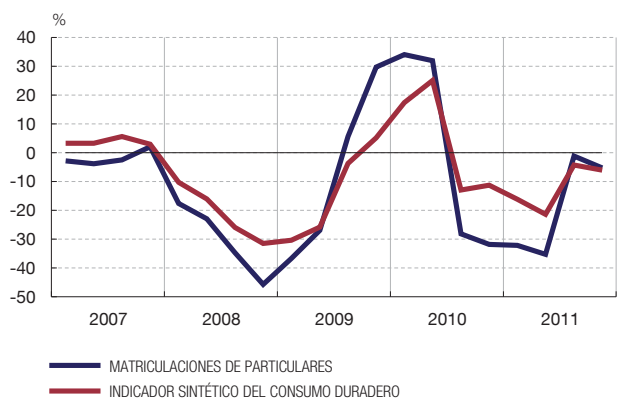
CONSUMO PRIVADO (CNTR)



INDICADORES DE CONSUMO (a)



INDICADORES DE CONSUMO DURADERO (a)



INDICADORES DE CONFIANZA (b)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea, ANFAC y Banco de España.

a Tasas interanuales calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad.

b Indicadores normalizados (diferencia entre el indicador y su media, dividido por su desviación estándar).

Se estima que la inversión de bienes de equipo retrocedió en el cuarto trimestre en torno a un 2 % en términos intertrimestrales, frente al crecimiento del período precedente. Su tasa interanual descendió hasta un 0,6 %, la primera caída desde el primer trimestre de 2010 (véase gráfico 16). La producción industrial de este tipo de bienes, en octubre y noviembre, y las importaciones, en octubre, cayeron un 4,1 % y un 9 % en términos interanuales, respectivamente. Asimismo, las matriculaciones de vehículos de carga retomaron una trayectoria descendente en el cuarto trimestre, tras el repunte del trimestre anterior. En la última parte del año continuó el deterioro de la confianza de los empresarios —tanto en el conjunto de la industria como en el segmento de bienes de equipo—, lo que podría reflejarse en un empeoramiento adicional de la inversión empresarial en los próximos trimestres.

De acuerdo con la información de las cuentas no financieras de los sectores institucionales, la capacidad de financiación de las empresas no financieras aumentó ligeramente en el tercer trimestre de 2011, hasta el 1,7 % del PIB en datos acumulados de cuatro trimestres (1 pp más que en 2010). Esta mejora, que se apoyó en un incremento del excedente empresarial, podría estar reflejando los esfuerzos de las empresas por sanear sus balances y fortalecer su capacidad de autofinanciación.

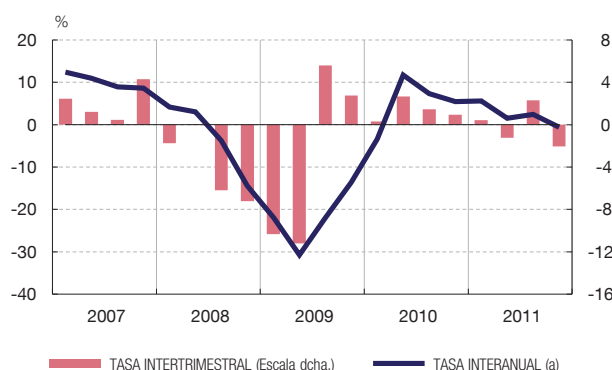
La inversión en construcción mostró una tónica más contractiva que la que ha venido presentando en los últimos trimestres, dada la combinación de los procesos de ajuste en el segmento residencial y de consolidación fiscal en el ámbito de la obra civil (véase gráfico 16). En los meses más recientes, los indicadores del conjunto del sector relativos al empleo y la utilización de consumos intermedios presentaron retrocesos intertrimestrales, que fueron más intensos que los del tercer trimestre.

Por tipo de obra, se estima que la inversión residencial aumentó su ritmo de caída intertrimestral, aunque este proceso debería atenuarse en los próximos trimestres, a medida que continúe el proceso de reducción de la brecha entre viviendas terminadas e iniciadas. Por el lado de la demanda de activos residenciales, las transmisiones de viviendas nuevas se mantuvieron estables en el período de julio-septiembre, en términos acumulados de cuatro trimestres. Por su parte, la superficie visada en edificación no residencial continuó registrando una fuerte contracción hasta octubre, al igual que la licitación oficial de obra civil.

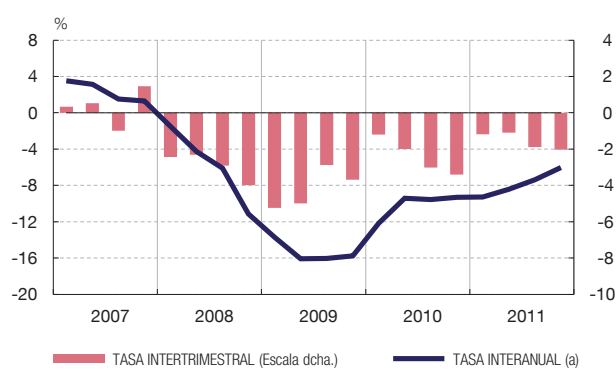
Por último, se estima que el gasto de las AAPP se habría contraído en el cuarto trimestre, particularmente el de inversión. El retroceso del consumo público en este trimestre en tasa interanual estaría en el entorno del -1 %, lo que implicaría una caída menos acusada que en el trimestre anterior. El gasto de inversión, por su parte, habría continuado con tasas de descenso por encima del 20 %, como en trimestres anteriores.

De acuerdo con la información disponible para el cuarto trimestre de 2011 sobre la demanda exterior neta, se estima que su aportación al crecimiento intertrimestral del PIB fue de 0,3 pp, una décima por debajo de la del trimestre anterior. En términos interanuales, su contribución también se redujo, aunque continuó siendo elevada (1,7 pp). Este comportamiento fue el resultado de un descenso intertrimestral algo más intenso de las importaciones que de las exportaciones, evolución que contrasta con los incrementos de ambos tipos de flujos en el trimestre anterior (véase gráfico 17). Estos desarrollos tienen lugar en un contexto de moderación paulatina del comercio internacional en la segunda mitad de 2011, que refleja la desaceleración de la economía mundial y que compensa con creces la ganancia de competitividad

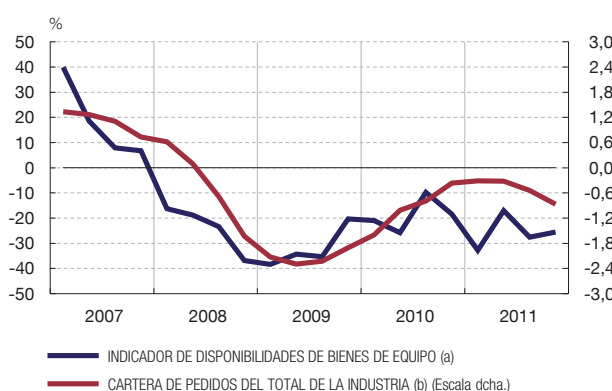
BIENES DE EQUIPO



CONSTRUCCIÓN



INDICADORES DE BIENES DE EQUIPO



INDICADORES DE CONSTRUCCIÓN (a)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea, Ministerio de Fomento, OFICEMEN, Instituto Nacional de Empleo y Banco de España.

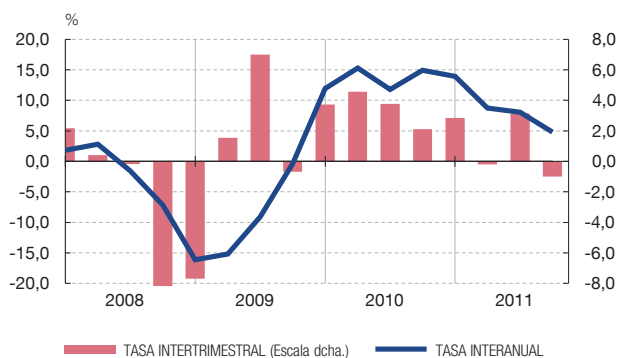
- a Tasas interanuales calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad, excepto en afiliados, cuya tasa se calcula sobre la serie original.
- b Indicador normalizado (diferencia entre el indicador y su media, dividida por la desviación estándar).

asociada a la evolución del tipo de cambio en los meses finales de 2011. La información disponible apunta a que en el cuarto trimestre la cuota de participación de las exportaciones españolas en los mercados mundiales continuó aumentando. Por lo que se refiere a las importaciones, su comportamiento en el período más reciente refleja la ralentización de la demanda final y su encarecimiento por la trayectoria del tipo de cambio.

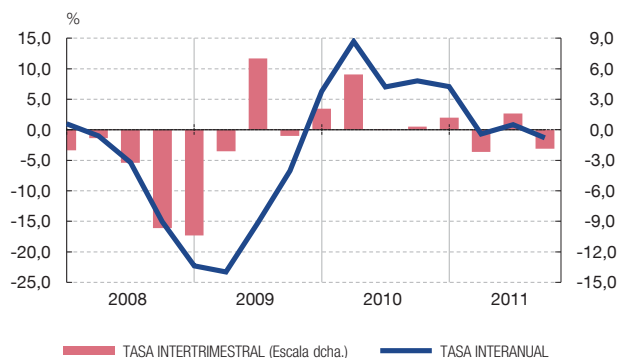
Según la información de Aduanas, las exportaciones de bienes moderaron su ritmo de crecimiento en octubre al avanzar un 5,1 %, tasa sensiblemente más reducida que la registrada en el tercer trimestre de 2011 (10,9 %). Por grupos de productos, la pérdida de vigor fue bastante generalizada, destacando especialmente el retroceso de las ventas al exterior de bienes de equipo. Las exportaciones de bienes de consumo se desaceleraron, como resultado de la debilidad de las ventas de productos de consumo duradero, especialmente los automóviles. Por áreas geográficas, las ventas al resto del mundo mostraron una mayor pérdida de dinamismo que las exportaciones a los países de la UE.

La información disponible sobre ventas al exterior de servicios turísticos apunta a una moderación de su ritmo de avance en el cuarto trimestre de 2011 en comparación con

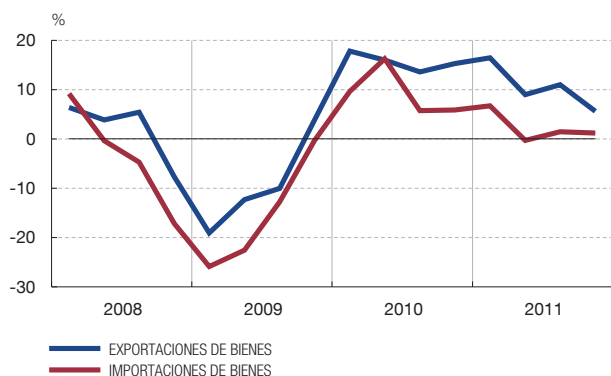
EXPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS (a)



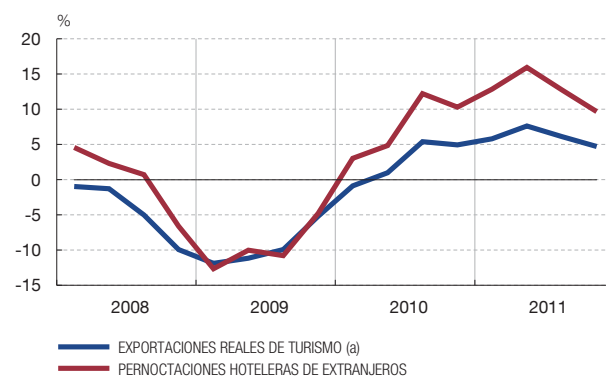
IMPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS (a)



INDICADORES DE ADUANAS (b)



INDICADORES DE TURISMO (c)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Economía y Competitividad, y Banco de España.

- a Datos de la CNTR a precios constantes. Series ajustadas de estacionalidad.
- b Series deflactadas ajustadas de estacionalidad.
- c Series ajustadas de estacionalidad.

trimestres anteriores. Así se desprende de la desaceleración experimentada por las entradas de turistas y por las pernoctaciones hoteleras, hasta noviembre. Por mercados emisores, destaca el repunte de los turistas alemanes y británicos en el cuarto trimestre, en contraste con la menor intensidad de las entradas de franceses e italianos. El gasto nominal de los turistas continuó aumentando en términos interanuales en el período de octubre-noviembre, si bien a un ritmo algo más moderado que en meses anteriores. Por su parte, las exportaciones de servicios no turísticos habrían repuntado en el cuarto trimestre, en consonancia con la evolución mostrada por los datos nominales de la Balanza de Pagos.

Las compras al exterior aumentaron un 0,5% interanual en octubre, de acuerdo con los datos de Aduanas, tasa más moderada que la registrada en el tercer trimestre (1,2%). Por grupos de productos, la ralentización afectó a las principales rúbricas, con la excepción de las importaciones de bienes de consumo, que repuntaron apreciablemente; en parte, por el efecto de comparación con el mal dato del pasado año. Por último, las importaciones reales de servicios habrían continuado descendiendo en el cuarto trimestre de 2011 en términos interanuales, en línea con la senda mostrada en los últimos meses por los datos nominales de la Balanza de Pagos.

4.2 Producción y empleo

Durante el cuarto trimestre de 2011, el valor añadido bruto de la economía de mercado¹ registró una caída algo mayor que en el trimestre precedente. Los datos cuantitativos disponibles han ido confirmando la debilidad de los sectores productivos que adelantaban los distintos indicadores de opinión. Esta información sugiere un retroceso de las ramas industriales y energéticas, así como de la rama de construcción en la última parte de 2011, mientras que se mantendría la atonía de los servicios de mercado (véase gráfico 18).

En los meses finales de 2011 se produjo un progresivo deterioro de la actividad industrial, tras el repunte del tercer trimestre. Así, el índice de producción industrial retrocedió de forma notable durante el período de octubre-noviembre, especialmente en aquellas actividades que habían registrado un comportamiento más positivo en el tercer trimestre, como las de producción de bienes de equipo y de consumo no alimenticio. Las cifras de empleo reflejan igualmente el retroceso del sector durante esta última parte del año, con un descenso adicional en el número de afiliados a la Seguridad Social. Asimismo, la evolución de las cifras de negocio y de las carteras de pedidos interiores y exteriores pone de manifiesto la debilidad de estas ramas de actividad. Los indicadores cualitativos referentes al sector industrial mostraron igualmente caídas en este período. Así, el PMI de manufacturas volvió a reducirse, y permanece claramente por debajo del valor 50, umbral que generalmente se interpreta como la frontera entre la contracción y la expansión de la actividad.

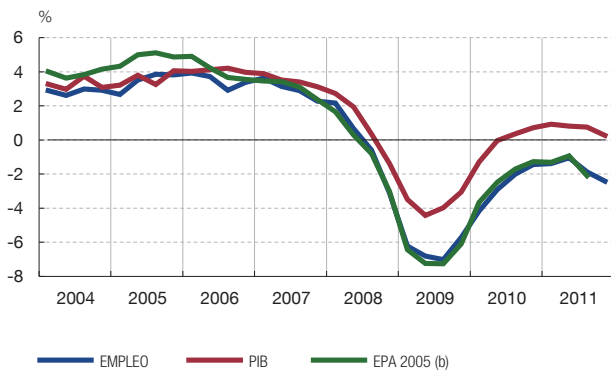
Los indicadores disponibles referentes a los servicios de mercado apuntan hacia una moderación adicional del VAB de esta rama durante el cuarto trimestre, si bien este todavía mantendría un modesto avance. Con datos hasta noviembre, los indicadores de ventas de grandes empresas y de actividad del sector servicios registraron retrocesos significativos en sus tasas de variación, especialmente en las ramas de actividad comercial y hostelería. Por su parte, las cifras de afiliados a la Seguridad Social de los últimos meses indican una contracción de la ocupación, que no se había registrado en trimestres anteriores.

En relación con el mercado de trabajo, los indicadores mensuales disponibles mostraron una intensificación de la destrucción de empleo en el cuarto trimestre, con una caída interanual de la afiliación a la Seguridad Social del 1,9 %, siete décimas superior a la observada en el trimestre anterior. La contracción fue especialmente acusada en octubre, habiendo disminuido algo su intensidad conforme avanzaba el trimestre. En términos intertrimestrales, se observa un deterioro de similar magnitud, con un descenso en la serie ajustada de estacionalidad del 0,8 %, frente a la variación del -0,5 % en el trimestre anterior. En términos de la EPA, los datos del tercer trimestre ya mostraron un acusado empeoramiento, con una destrucción de empleo del 2,1 %, más de 1 pp superior a la registrada el trimestre precedente. En el cuarto trimestre, se estima que el descenso del empleo habría vuelto a intensificarse, hasta una tasa de variación del 2,4 %, con una mayor caída de la ocupación en la economía de mercado.

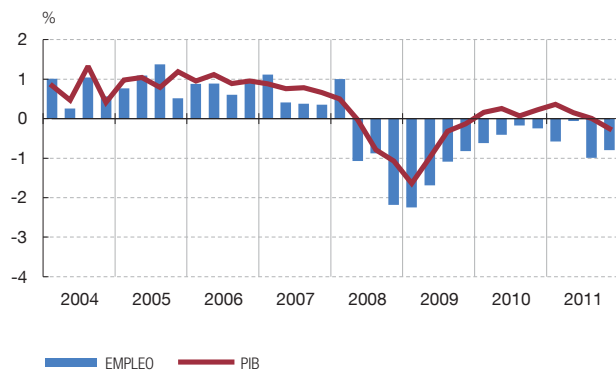
Por ramas de actividad, la caída de la afiliación fue generalizada, con pérdidas de empleo en todas ellas en términos trimestrales, pero manteniéndose la construcción como la rama en la que la destrucción de empleo resultó más acusada, con una caída cercana al cuarto de millón de afiliaciones con respecto al mismo trimestre de 2010. El deterioro del empleo incidió particularmente sobre los colectivos de afiliados por cuenta ajena y de nacionalidad extranjera.

¹ La nueva Contabilidad Nacional Trimestral (base 2008) no proporciona estimaciones del agregado Economía de mercado. Esta rama se aproxima excluyendo del total de la economía los servicios asociados a las actividades de educación, defensa, sanidad y servicios sociales, Seguridad Social obligatoria y Administraciones Públicas.

TOTAL ECONOMÍA



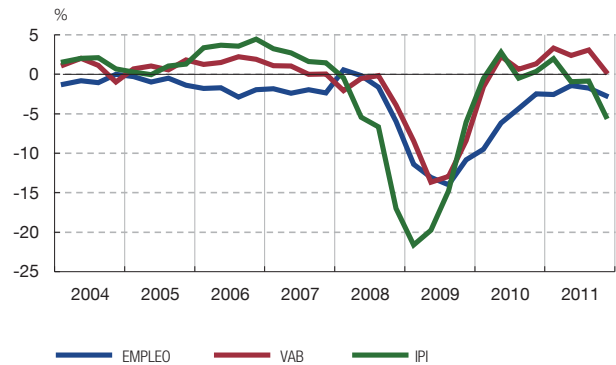
TOTAL ECONOMÍA (c)



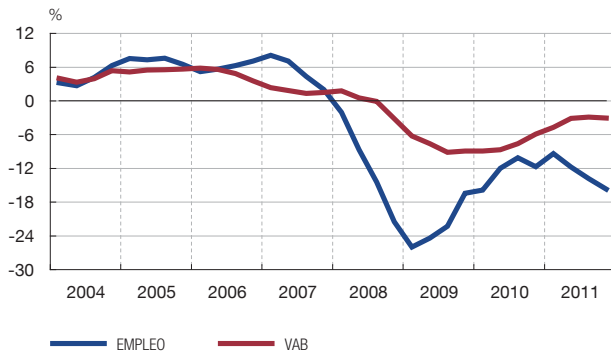
AGRICULTURA



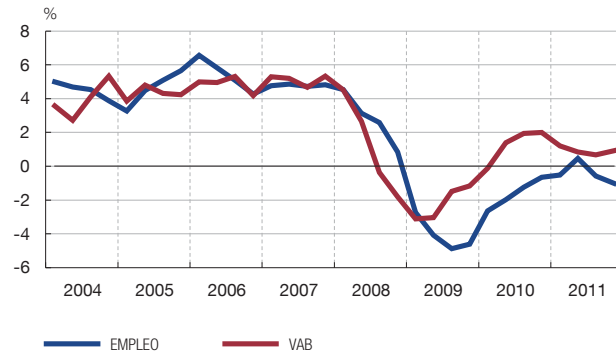
INDUSTRIA Y ENERGÍA



CONSTRUCCIÓN



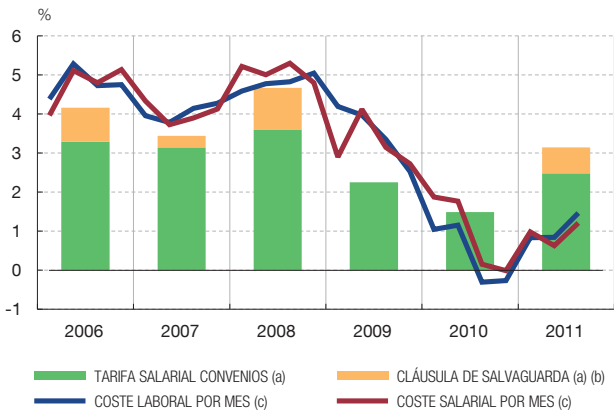
SERVICIOS DE MERCADO



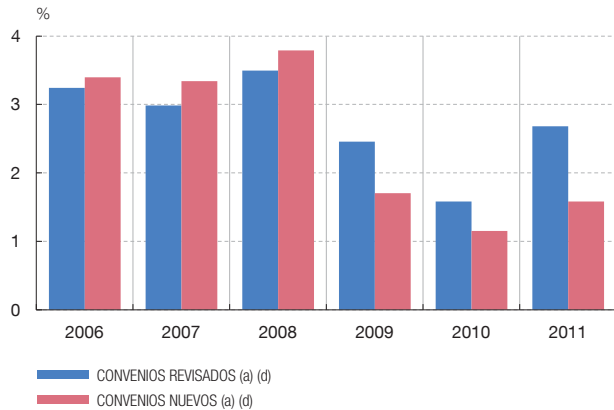
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a Tasas interanuales calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad, excepto sobre series brutas en la EPA. Empleo en términos de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo. Para los trimestres incompletos, tasa interanual del período disponible dentro del trimestre.
- b Series enlazadas en el Servicio de Estudios del Banco de España en función de la información de la muestra testigo realizada con la metodología vigente hasta el cuarto trimestre de 2004.
- c Tasas intertrimestrales, calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad.

INDICADORES SALARIALES



AUMENTO SALARIAL SIN CLÁUSULA DE SALVAGUARDA SEGÚN VIGENCIA DEL CONVENIO



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Ministerio de Trabajo e Inmigración.

- a El último año, con información de convenios colectivos hasta diciembre de 2011.
 b Cláusula de salvaguarda del año anterior.
 c ETCL. Tasas de variación interanuales.
 d Revisados: convenios con efectos económicos en el ejercicio, pero que se firmaron en años anteriores, con vigencia superior al año. Nuevos: convenios que se han firmado en el ejercicio, con efectos económicos en el mismo, siendo este el primer año de vigencia o el único.

La contratación registrada en el Servicio Público de Empleo Estatal (SPEE) muestra igualmente un escenario desfavorable en el último trimestre de 2011. El número de contratos experimentó una contracción interanual del 3 %, tras la atonía del tercero (0,2 %). El retroceso del cuarto trimestre se extendió a los contratos temporales, tras casi dos años de continuos incrementos. Por su parte, la contratación indefinida disminuyó sustancialmente, especialmente la correspondiente a los contratos de fomento del empleo. El peso de los contratos indefinidos en el total volvió a descender, hasta situarse en diciembre de 2011 en el 5,6 %, cifra que marca un mínimo desde mayo de 1997. Por último, la contratación a tiempo completo intensificó su ritmo de caída interanual en el último trimestre del año y la modalidad a tiempo parcial, que había aumentado en anteriores trimestres, pasó a retroceder en el cuarto trimestre.

Los parados registrados en el SPEE aumentaron en más de un cuarto de millón de personas a lo largo del último trimestre de 2011, de forma que el número de desempleados se situó en diciembre en los 4,4 millones. La tasa de variación interanual de personas desempleadas aumentó 3,2 pp en el cuarto trimestre de 2001, hasta el 7,4 %. Se estima que esta evolución sería compatible con una tasa de paro, según la EPA, por encima del 22 %, nivel superior en cerca de 2 pp al registrado a finales de 2010. Por su parte, la población activa se habría mantenido estabilizada en niveles similares a los de los últimos trimestres como consecuencia de que los aumentos de la tasa de actividad femenina habrían seguido compensando los descensos en la población extranjera y en la tasa de actividad masculina.

4.3 Costes y precios

Las tarifas salariales negociadas en los convenios colectivos para 2011 aumentaron un 2,5 % entre enero y diciembre, en un contexto en el que el número de convenios negociados al terminar el año terminó siendo muy limitado. De hecho, el número de trabajadores afectados fue ligeramente superior a los seis millones, lo que supone casi un millón de trabajadores menos que en el mismo mes de 2010 y la cifra más baja desde 1997. El incremento de las tarifas en los convenios de nueva firma —que afectan a poco más de un millón de trabajadores— alcanzó el 1,6 %, en línea con el punto medio de la banda salarial recomendada por

el Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva (AENC) de 2010 (véase panel derecho del gráfico 19). Sin embargo, la mayoría de los convenios registrados correspondieron a revisiones de acuerdos plurianuales firmados en ejercicios anteriores y muestran un incremento de tarifas del 2,7 %. Este aumento se explica, en gran medida, por la existencia de convenios referenciados al incremento interanual del IPC de diciembre de 2010, que fue del 3 %. Por otra parte, la estimación de la cláusula de salvaguarda respecto a la inflación correspondiente al año 2010, pero que se cobró en 2011, se eleva a 0,7 pp. En este sentido, hay que recordar que alrededor de la mitad de los trabajadores con convenio registrado siguen incorporando cláusulas de salvaguarda anual. Los convenios de empresa continuaron mostrando una mayor adecuación a la situación del mercado de trabajo, con un incremento salarial del 1,9 %, que contrasta con el 2,5 % observado en los de ámbito sectorial.

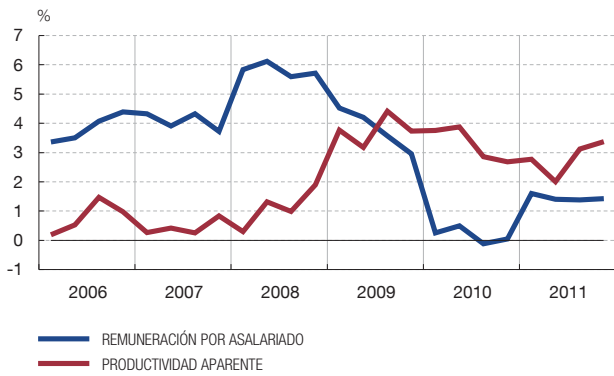
La evolución de las tarifas salariales contrasta con la mayor moderación que muestran otros indicadores, como la Encuesta Trimestral de Coste Salarial (ETCL), que experimentó un avance del 1,5 % interanual en el tercer trimestre (véase panel izquierdo del gráfico 19), aunque el coste laboral por persona y mes se aceleró en este período. Se estima que el incremento interanual de la remuneración por asalariado en la economía de mercado en los meses finales del año se mantendrá en el 1,4 % (véase gráfico 20). Dado que se espera un nuevo incremento de la productividad en el trimestre, los costes laborales unitarios habrían seguido descendiendo en los meses finales del ejercicio, registrando una caída cercana al 2 % en el conjunto del cuarto trimestre.

En el período analizado, los deflatores de los principales componentes de la demanda registraron crecimientos interanuales bastante inferiores a los de la primera parte del año, como resultado, en buena medida, de la evolución de los precios de producción interior —computados por el deflactor del PIB—, cuya tasa disminuyó cinco décimas respecto al trimestre previo, pero también de la de los precios de los bienes importados, que mostraron crecimientos más moderados.

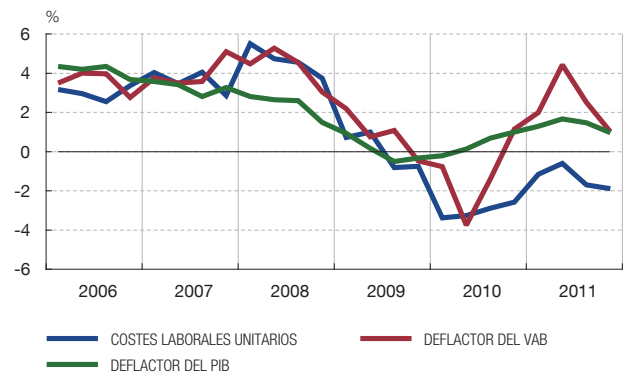
Durante el cuarto trimestre de 2011, los principales indicadores de precios de consumo acentuaron la tendencia descendente que venían registrando en los meses anteriores. La tasa interanual del IPC en diciembre fue del 2,4 %, siete décimas por debajo de la de septiembre (véase gráfico 21). En ese mismo período, la desaceleración del IPSEBENE —índice que excluye los precios de la energía y de los alimentos no elaborados— fue de dos décimas, hasta el 1,5 %. El menor ritmo de crecimiento de estos indicadores refleja el agotamiento del efecto base del aumento de la imposición especial sobre el tabaco de diciembre de 2010, así como los efectos de comparación de los precios de la energía. Los precios de los bienes industriales no energéticos redujeron ligeramente su ritmo de avance, a pesar de los mayores precios de producción nacional y los elevados precios de importación de este tipo de bienes, en un contexto de depreciación del tipo de cambio del euro. Los precios de los servicios aumentaron una décima su ritmo de variación, tras nueve meses de desaceleración. El componente energético mostró una desaceleración sustancial, recortando su tasa de crecimiento 5,6 pp, hasta el 10,3 %. Los precios de los alimentos no elaborados redujeron igualmente su ritmo de avance durante el trimestre.

En los meses finales de 2011, la moderación de la inflación —medida por el índice armonizado de precios de consumo (IAPC)— fue más intensa en España que en la zona del euro, con lo que el diferencial, que había sido nulo en septiembre, se redujo a lo largo del trimestre. De este modo, la inflación española fue en diciembre 3 décimas inferior a la del área del euro (véase gráfico 22). El diferencial en términos de IPSEBENE fue también negativo (−0,6 pp). Por componentes, el diferencial fue positivo solamente en el caso de

REMUNERACIÓN POR ASALARIADO Y PRODUCTIVIDAD (a)



COSTES LABORALES UNITARIOS Y PRECIOS (a)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

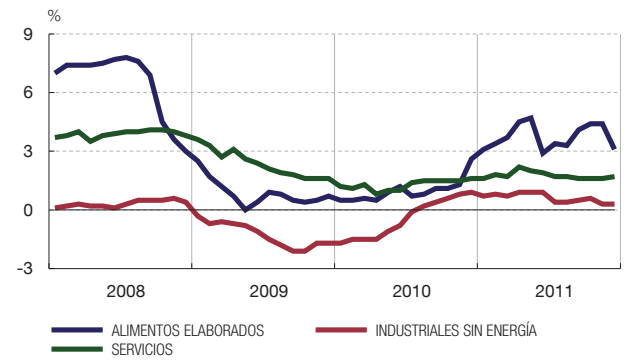
a Tasas de variación interanuales sobre series ajustadas de estacionalidad de la CNTR.

INDICADORES DE PRECIOS (a)
España

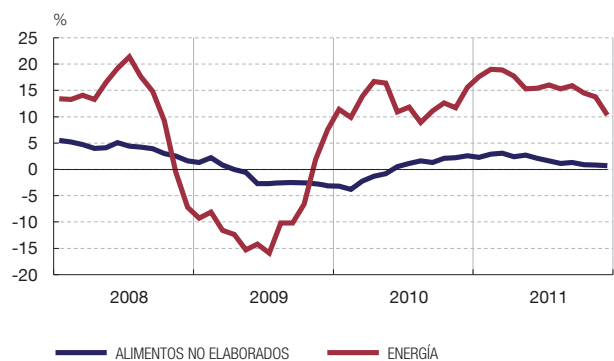
ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO



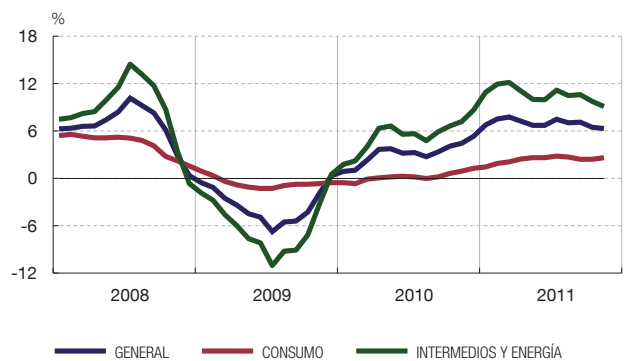
ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO



ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO



ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES



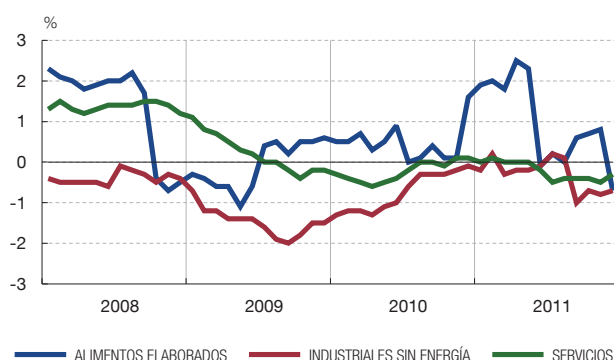
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

a Tasas interanuales sobre las series originales.

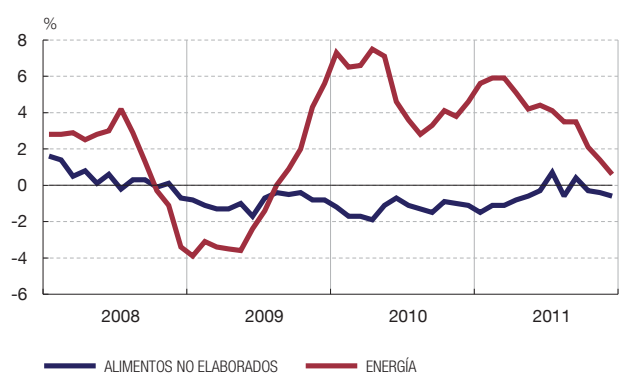
ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO



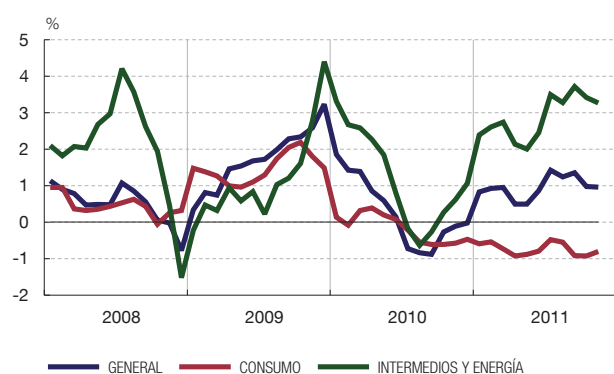
ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO



ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO



ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a Tasas interanuales sobre las series originales.

los bienes energéticos, lo que se debió en parte a los mayores aumentos de los precios del gas y de la electricidad en España, pero también al mayor encarecimiento de los precios de los carburantes en nuestro país. Los restantes componentes registraron en diciembre un diferencial negativo cuya cuantía oscila entre tres décimas en los servicios y siete en el de los bienes industriales no energéticos y los alimentos elaborados. En comparación con el final del trimestre anterior, la mayor variación del diferencial se produjo en este último caso, pues los precios de estos bienes pasaron a registrar menores incrementos en España que en la zona del euro, tras la desaparición en diciembre de 2011 del efecto escalón asociado al aumento de los precios del tabaco del mismo mes de 2010 en nuestro país.

El índice de precios industriales se moderó durante el cuarto trimestre, registrando un ritmo de variación interanual del 6,3 % en noviembre, ocho décimas por debajo de la tasa observada en septiembre. Esta evolución se explica fundamentalmente por el menor avance de los precios de los productos energéticos e intermedios. Los precios de los bienes industriales de consumo y de equipo mantuvieron tasas interanuales de variación similares a las del trimestre anterior. Por su parte, los índices de precios de importación y exportación de productos industriales se moderaron, alcanzando en noviembre tasas interanuales del 8,8 % y del 4,4 %, respectivamente. En ambos

Millones de euros y %

	Liquidación 2010	Variación porcentual 2010/2009	Liquidación ene-jun. Variación porcentual 2011/2010	2010 ene-sep	2011 ene-sep	Variación porcentual
	1	2	5	6	7	8 = 7/6
1 RECURSOS TOTALES	381.427	3,7	-1,4	272.244	270.061	-0,8
Recursos corrientes	381.293	3,7	-1,5	275.155	273.308	-0,7
Impuestos sobre producción e importaciones	108.699	17,7	-4,3	79.625	79.243	-0,5
Impuestos sobre la renta y el patrimonio	99.698	-1,4	0,7	69.977	70.201	0,3
Cotizaciones sociales	140.170	0,0	-0,4	104.126	103.593	-0,5
Otros recursos corrientes	32.726	-3,6	-1,8	21.427	20.271	-5,4
Recursos de capital	134	-1,5	10,3	-2.911	-3.247	-11,5
2 EMPLEOS TOTALES	479.645	-1,1	-1,2	333.487	326.861	-2,0
Empleos corrientes	426.997	1,0	0,7	299.019	300.191	0,4
Remuneración de asalariados	124.781	-0,7	-2,4	90.170	88.536	-1,8
Otros gastos en consumo final (a)	91.355	-2,5	2,0	59.838	58.973	-1,4
Prestaciones sociales (no en especie)	160.974	4,7	0,0	114.638	115.317	0,6
Intereses efectivos pagados	20.120	8,6	26,3	14.727	18.457	25,3
Subvenciones	12.147	2,6	-0,4	7.695	7.441	-3,3
Otros empleos y transferencias corrientes	17.620	-8,7	-5,6	11.951	11.467	-4,0
Empleos de capital	52.648	-15,1	-17,4	34.468	26.670	-22,6
Formación bruta de capital	40.091	-14,3	-20,7	28.699	22.321	-22,2
Otros gastos de capital (b)	12.557	-17,6	-0,4	5.769	4.349	-24,6
3 CAP. (+) O NEC. (-) DE FINAN. (3 = 1 - 2)	-98.218	—	—	-61.243	-56.800	7,3
(En porcentaje del PIB nominal)	-9,3	—	—	-7,9	-7,1	—
PRO MEMORIA :						
Saldo Primario	-78.098	—	—	-46.516	-38.343	—
Gasto en consumo final	221.715	-0,8	0,1	154.760	153.212	-1,0

FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda.

- a Incluye consumos intermedios, transferencias sociales en especie de productores de mercado y otros impuestos sobre la producción. Excluye consumo de capital fijo, producción de mercado (Ventas residuales) y pagos por otra producción de mercado.
- b Incluye la adquisición neta de activos no financieros no producidos (K2).

casos, los precios de los productos energéticos mostraron tasas de crecimiento muy elevadas.

4.4 La actuación de las Administraciones Públicas

En el Consejo de Ministros del 30 de diciembre se anunció que el déficit del conjunto del sector de las AAPP en términos de Contabilidad Nacional se habría situado en 2011 en el entorno del 8 % del PIB, lo que supone una desviación significativa con respecto al objetivo oficial del 6 % del PIB. De acuerdo con la información proporcionada por el Gobierno, todos los agentes que componen las AAPP habrían experimentado desviaciones negativas, en particular las Administraciones Territoriales (AATT), que habrían sido responsables de dos terceras partes de la desviación total. La información completa sobre el cierre de 2011 estará disponible en marzo. En esta sección se realiza un repaso de la última información estadística publicada sobre la actuación de las AAPP.

Los últimos datos disponibles para el conjunto del sector de las AAPP en términos de Contabilidad Nacional se publicaron el día 30 de diciembre, y se refieren al tercer trimestre de 2011. De acuerdo con esta fuente de información, el sector de las AAPP habría presentado en el período de enero-septiembre de 2011 un saldo deficitario del

Millones de euros y %

	Presupuesto inicial 2010	Variación porcentual 2010/2009	Presupuesto inicial 2011	Variación porcentual 2011/2010	Liquidación ene-sep. Variación porcentual 2011/2010	Liquidación		
						2010 ene-nov	2011 ene-nov	Variación porcentual 2011/2010
	1	2	3	4 = 3 / 1	5	6	7	8 = 7 / 6
1 INGRESOS NO FINANCIEROS	119.481	-3,4	123.405	3,3	-2,1	108.726	107.191	-1,4
Cotizaciones sociales	108.358	-4,4	111.778	3,2	-1,1	97.161	95.924	-1,3
Transferencias corrientes	8.357	12,3	8.154	-2,4	-11,8	8.370	8.050	-3,8
Otros ingresos	2.765	-6,7	3.473	25,6	-3,3	3.195	3.217	0,7
2 PAGOS NO FINANCIEROS	116.601	1,9	118.826	1,9	3,1	98.006	101.271	3,3
Personal	2.483	1,2	2.378	-4,2	-1,8	2.100	2.064	-1,7
Compras	2.032	1,9	1.719	-15,4	-4,0	1.413	1.345	-4,8
Transferencias corrientes	111.557	1,9	114.279	2,4	3,4	94.287	97.659	3,6
Pensiones contributivas	95.320	2,1	99.090	4,0	5,0	81.044	85.005	4,9
Incapacidad temporal	7.373	-9,5	7.009	-4,9	-9,6	5.272	4.853	-7,9
Resto	8.864	11,0	8.181	-7,7	-4,6	7.971	7.801	-2,1
Otros gastos	529	-6,1	450	-15,0	-16,4	206	204	-1,0
3 SALDO NO FINANCIERO (3 = 1 - 2)	2.880	—	4.579	—	—	10.720	5.920	—

FUENTES: Ministerios de Hacienda y de Trabajo e Inmigración, y Banco de España.

7,1 % del PIB, 8 décimas por debajo del déficit del 7,9 % del PIB acumulado en el mismo período de 2010 (véase cuadro 4). Por componentes, destaca la debilidad de los ingresos públicos, que cayeron un 0,8 % entre enero y septiembre, que contrasta con la previsión recogida en el último Programa de Estabilidad, de un aumento en el conjunto de 2011 superior al 5 %. Por su parte, los empleos totales de las AAPP disminuyeron un 2 % en los tres primeros trimestres del año, más en línea con la reducción del 2,5 % incluida en el Programa de Estabilidad.

Por subsectores, se dispone de información hasta noviembre de la ejecución presupuestaria de las Administraciones de la Seguridad Social (véase cuadro 5). De acuerdo con esta información, destaca la debilidad de la recaudación por cotizaciones sociales, que se habrían contraído algo más del 1 % en 2011, debido a la evolución negativa de las afiliaciones a la Seguridad Social. Respecto al gasto, las prestaciones contributivas habrían crecido en el entorno del 5 %, a pesar de la congelación de las pensiones (excepto las mínimas) en 2011, reflejando un ligero aumento del número de pensiones pagadas y un cierto incremento de la pensión media percibida, mientras que el gasto en prestaciones por desempleo y otras prestaciones sociales (principalmente incapacidad temporal) se habría reducido sustancialmente. La debilidad de los ingresos, dada la relativa persistencia del gasto en prestaciones, habría generado, según la estimación de cierre de 2011 proporcionada por el Gobierno, un déficit del conjunto de las Administraciones de la Seguridad Social de 0,7 mm de euros, lo que implicaría una desviación negativa con respecto al objetivo del subsector en términos de Contabilidad Nacional de 5 décimas de PIB.

Por su parte, el Estado registró un déficit de 52,4 mm de euros hasta noviembre de 2011, en términos de Contabilidad Nacional, lo que representó un 4,8 % del PIB (5,2 % en el mismo período de 2010), frente al objetivo del 2,3 % del PIB para el conjunto del

Las Comunidades Autónomas (CCAA) gestionaron en el año 2010 (últimos datos disponibles) el 37 % del total de gastos de las Administraciones Públicas (AAPP), siendo responsables de cerca del 94 % del gasto público en salud y en educación y del 55 % del empleo al servicio de las AAPP¹. Por otra parte, el nuevo sistema de financiación de las CCAA de régimen común aumentó en 2010 de manera significativa los porcentajes de cesión a las CCAA del IRPF (del 33 % al 50 %), del IVA (del 35 % al 50 %) y de los impuestos especiales de fabricación (del 40 % al 58 %).

Esta relevancia de las CCAA en términos de responsabilidad de ingresos y gastos públicos subraya la importancia de su contribución a la estabilidad presupuestaria. En este contexto, el último Programa de Estabilidad de España establecía una pauta de reducción del déficit público de las CCAA, en términos de Contabilidad Nacional (CN), desde el -3,5 % del PIB en 2010 hasta situarse en el -3,3 % y -1,3 % del PIB en 2011 y 2012, respectivamente². El Gobierno anunció, sin embargo, el pasado 30 de diciembre de 2011 que las CCAA se desviarán en alrededor de 1,2 pp del objetivo marcado para 2011. Los últimos datos de ejecución de los presupuestos de las CCAA disponibles, correspondientes al tercer trimestre del 2011, apuntan a que el origen de esta desviación se concentraría principalmente en la debili-

dad de los ingresos, con una caída del 3 % hasta el tercer trimestre, frente a una previsión presupuestaria de ligero aumento para el conjunto de 2011. Por su parte, la evolución del gasto hasta el tercer trimestre se encontraba en línea con la incluida en los presupuestos para el conjunto del año³.

En los meses finales de 2011, las CCAA fueron presentando sus proyectos presupuestarios para el año 2012, según el calendario establecido, cuyas principales rúbricas se agregan en el cuadro adjunto⁴. De acuerdo con esta agregación, estos presupuestos apuntan a un déficit del 1,2 % del PIB en 2012. Por partidas, debe tenerse en cuenta que las cifras del cuadro citado se refieren a los presupuestos iniciales y que no se dispone de la liquidación del año 2011. En la medida que se produzcan desviaciones significativas en 2011 en relación con los presupuestos iniciales, las tasas de variación sobre presupuestos iniciales mostradas en el cuadro no resultarán informativas. Además, dado el retraso en la aprobación de los Presupuestos Generales del Estado para 2012, la estimación de los ingresos en los presupuestos de las CCAA tiene una incertidumbre mayor que en años anteriores. Con estas salvedades, de la información agregada destacan los aumentos presupuestados en los impuestos, tanto los directos como, en especial, los indirectos, aunque no llegan a compensar la caída en los ingresos previstos por tasas y transferencias corrientes y por los ingresos de capital. Por lo que respecta a los gastos, se presupuesta una caída del 2,1 % sobre el gasto inicialmente presupuestado en 2011, que se concentraría en los de capital (-14,5 %). En particular, las inversiones reales se situarían a finales de 2012 en un nivel de prácticamente la mitad de lo presupuestado en 2008. Por su parte, la carga de intereses es la única partida para la que se prevé un incremento, del 35 %, similar al de años previos y derivado del aumento de la deuda emitida.

1 De acuerdo con el último Boletín estadístico del personal al servicio de las Administraciones Públicas.

2 El objetivo de déficit era del -1,3 % del PIB en 2011, si se elimina el efecto de los aplazamientos de pago de las CCAA al Estado como resultado de la liquidación definitiva de ingresos de 2009. Debe aclararse que en los años 2010 y 2011 se producen notables discrepancias entre el saldo presupuestario y el de CN de las CCAA. En efecto, de acuerdo con el funcionamiento del sistema de financiación de las CCAA, estas reciben anualmente los recursos por los impuestos cedidos sobre la base de la previsión de recaudación incluida en los Presupuestos Generales del Estado. Con posterioridad, con dos años de retraso, se procede a la liquidación definitiva de esos ingresos sobre la base de la recaudación efectiva. Como resultado de que en 2008 y 2009 se realizó una previsión de ingresos que resultó elevada, en los años 2010 y 2011 la liquidación definitiva de estos ingresos supondría que las CCAA deberían devolver al Estado los recursos recibidos en exceso. El Estado, sin embargo, ha permitido que las CCAA aplacen estas devoluciones hasta el año 2012 (y hasta en 60 meses), por lo que estos pagos de las CCAA al Estado no se reflejan en sus presupuestos de 2010 y 2011 ni, por tanto, en sus déficits presupuestarios para estos años. El criterio de CN, sin embargo, incluye esos pagos en los años en los que deberían realizarse, esto es, en los años 2010 y 2011, por lo que los déficits netos de esos pagos quedarían en el -2,4 % del PIB en el año 2010 y en el -1,3 % del PIB en el año 2011, ratios que son más fácilmente comparables con las cifras presupuestarias de las CCAA, dado que estas últimas también se presentan netas de esos pagos.

3 Es importante resaltar que los datos de ejecución presupuestaria de las CCAA que publica el Ministerio de Economía con periodicidad trimestral no son directamente comparables con los datos disponibles sobre los presupuestos iniciales de las CCAA. El Ministerio realiza determinados ajustes de homogeneización basados en fuentes de información que no son públicas. En este sentido, además, se espera que el Ministerio publique a lo largo del primer trimestre los presupuestos iniciales de las CCAA en términos homogéneos, que diferirán, por tanto, en determinadas partidas, de la agregación presentada en el cuadro adjunto.

4 Se han prorrogado los presupuestos de Castilla-La Mancha y Castilla y León, por lo que estas comunidades se incluyen como un promedio del resto de comunidades.

m€ y %

	2008	2009	2010	2011	2012 (a)	Tasas de variación			
						2009/2008	2010/2009	2011/2010	2012/2011
1 INGRESOS NO FINANCIEROS	168.225	164.814	150.158	152.191	151.416	-2,0	-8,9	1,4	-0,5
Ingresos corrientes	159.416	155.318	141.858	142.557	142.889	-2,6	-8,7	0,5	0,2
Impuestos directos	32.202	38.247	29.955	40.176	41.120	18,8	-21,7	34,1	2,4
Impuestos indirectos	56.114	44.725	36.114	50.570	55.953	-20,3	-19,3	40,0	10,6
Tasas, precios y otros ingresos	4.546	4.753	4.882	4.978	4.473	4,5	2,7	2,0	-10,1
Transferencias corrientes	65.997	67.001	70.356	46.056	40.281	1,5	5,0	-34,5	-12,5
Ingresos patrimoniales	557	592	551	777	1.062	6,4	-6,9	41,0	36,7
Ingresos de capital	8.808	9.495	8.300	9.634	8.527	7,8	-12,6	16,1	-11,5
Enajenación de inversiones reales	630	633	518	2.197	1.591	0,4	-18,1	—	-27,6
Transferencias de capital	8.178	8.863	7.782	7.437	6.935	8,4	-12,2	-4,4	-6,7
2 PAGOS NO FINANCIEROS	168.544	175.029	174.608	168.011	164.554	3,8	-0,2	-3,8	-2,1
Pagos corrientes	136.373	143.187	144.923	144.320	144.310	5,0	1,2	-0,4	0,0
Gastos de personal	52.328	55.335	56.507	53.721	53.581	5,7	2,1	-4,9	-0,3
Gastos corrientes en bienes y servicios	28.033	28.924	29.467	28.470	28.344	3,2	1,9	-3,4	-0,4
Gastos financieros	2.489	2.741	3.714	4.942	6.669	10,1	35,5	33,1	34,9
Transferencias corrientes	53.347	55.978	54.998	57.071	55.345	4,9	-1,8	3,8	-3,0
Fondo de contingencia y otros imprevistos	175	209	237	117	371	19,2	13,6	-50,8	—
Pagos de capital	32.171	31.842	29.685	23.691	20.245	-1,0	-6,8	-20,2	-14,5
Inversiones reales	16.381	15.975	13.276	9.899	8.381	-2,5	-16,9	-25,4	-15,3
Transferencias de capital	15.790	15.867	16.409	13.792	11.863	0,5	3,4	-15,9	-14,0
3 SALDO NO FINANCIERO (1-2)	-319	-10.215	-24.450	-15.820	-13.138	—	—	—	—
% del PIB	0,0	-1,0	-2,3	-1,5	-1,2	—	—	—	—
PRO MEMORIA (% del PIB):									
SALDO DE CN (b)	-1,6	-2,0	-3,1	-3,3	-1,3	—	—	—	—
SALDO DE CN con aplazamientos (c)	-1,6	-2,0	-2,4	-1,3	-1,3	—	—	—	—

FUENTES: Ministerio de Economía y Hacienda, Comunidades Autónomas y Banco de España.

a Todas las CCAA. Se supone que Castilla-La Mancha y Castilla y León presupuestan sus capítulos como el promedio del resto de CCAA.

b El saldo de CN refleja como pagos de CCAA en 2011 los aplazados, aunque no se reflejan en los presupuestos.

c Para 2012 se muestra el objetivo de estabilidad presupuestaria incluido en la última Actualización del Programa de Estabilidad.

año, aunque debe tenerse en cuenta que en diciembre el Estado contabilizará como ingresos los correspondientes a la liquidación del sistema de financiación de las CCAA de 2009, que superaría, según las cifras oficiales, los dos puntos de PIB. Por otra parte, en términos de caja, el Estado acumuló entre enero y noviembre de 2011 un déficit de 38,5 mm de euros (véase cuadro 6), frente al déficit presupuestado para el conjunto de ese año de 44 mm de euros.

Se dispone también de la información hasta noviembre de 2011 sobre la recaudación relativa a los impuestos compartidos por el Estado y las Administraciones Territoriales (AATT), en términos de contabilidad presupuestaria, que confirmaría la debilidad de los ingresos impositivos en el conjunto de 2011. En el ámbito de la imposición indirecta, la recaudación por impuestos especiales habría presentado crecimientos muy alejados de

Millones de euros y %

	Liquidación 2010	Variación porcentual 2010/2009	Presupuesto inicial 2011	Variación porcentual 2011/2010	Liquidación ene-sep. Variación porcentual 2010/2009	2010 ene-nov	2011 ene-nov	Variación porcentual
	1	2	3	4 = 3/1	5	6	7	8 = 7/6
1 INGRESOS NO FINANCIEROS	127.337	24,8	106.020	-16,7	-20,1	119.210	97.314	-18,4
Impuestos directos	59.262	9,5	55.239	-6,8	-14,6	57.057	49.592	-13,1
IRPF	39.326	29,2	35.494	-9,7	-15,6	37.055	32.055	-13,5
Sociedades	16.198	-19,8	16.008	-1,2	-12,3	16.489	14.611	-11,4
Otros (a)	3.738	7,5	3.737	-0,0	-13,1	3.512	2.926	-16,7
Impuestos indirectos	51.825	80,8	36.142	-30,3	-32,0	49.735	34.815	-30,0
IVA	38.486	143,8	24.968	-35,1	-33,4	37.445	26.190	-30,1
Especiales	10.338	1,9	8.179	-20,9	-36,1	9.515	5.884	-38,2
Otros (b)	3.001	9,5	2.995	-0,2	0,8	2.775	2.740	-1,2
Otros ingresos	16.251	-15,7	14.639	-9,9	4,2	12.419	12.908	3,9
2 PAGOS NO FINANCIEROS	179.572	-5,1	150.056	-16,4	-19,5	162.257	135.863	-16,3
Personal	26.975	1,5	26.982	0,0	0,9	23.181	23.767	2,5
Compras	4.632	-4,7	3.384	-26,9	-10,1	3.542	3.308	-6,6
Intereses	19.638	11,3	27.421	39,6	5,7	19.516	21.955	12,5
Transferencias corrientes	104.656	-6,9	74.598	-28,7	-27,9	95.404	72.905	-23,6
Inversiones reales	8.782	-16,1	5.793	-34,0	-26,9	7.352	5.472	-25,6
Transferencias de capital	14.890	-14,2	9.208	-38,2	-35,5	13.263	8.455	-36,2
3 SALDO DE CAJA (3 = 1 - 2)	-52.235	—	-44.036	—	—	-43.047	-38.549	—
PRO MEMORIA: IMPUESTOS TOTALES (Estado más participación de las Administraciones Territoriales)								
TOTAL	135.862	16,3	141.538	4,2	2,3	127.752	130.832	2,4
IRPF	66.977	4,9	71.761	7,1	4,1	62.610	65.226	4,2
IVA	49.079	46,2	48.952	-0,3	1,9	46.947	48.126	2,5
Imp. especiales	19.806	2,4	20.825	5,1	-3,0	18.195	17.480	-3,9

FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda.

- a Incluye los ingresos por el impuesto sobre la renta de no residentes.
b Incluye impuestos sobre primas de seguros y tráfico exterior.

los objetivos presupuestarios (-3,9 % en el período enero-noviembre frente al 5,1 % presupuestado para 2011), mientras que la evolución del IVA habría estado por encima de lo presupuestado (2,5 % hasta noviembre). Por su parte, el IRPF creció un 4,2 % hasta noviembre, frente al 7,1 % presupuestado para el conjunto del año. Finalmente, la recaudación del impuesto de sociedades (Estado) cayó en el período de enero-noviembre un 11,4 %, por debajo de la previsión de aumento de la recaudación del 1,2 % recogida en el presupuesto, y a pesar de que se ha producido un cierto repunte en la recaudación de este impuesto en el último trimestre del año, como consecuencia de los cambios en la periodificación de los pagos fraccionados recogidos en el Real Decreto Ley 9/2011, de 19 de agosto.

4.5 La balanza de pagos

Durante los diez primeros meses de 2011, el saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital registró un déficit de 27,8 mm de euros, un 24 % inferior al del mismo período del año anterior (véase cuadro 7). Esta disminución del déficit se explica por el menor saldo negativo por cuenta corriente, que compensó la contracción del

BALANZA DE PAGOS: RESUMEN (a)

CUADRO 7

Millones de euros

		Enero-octubre		Tasa de variación 2011/2010 (b)
		2010	2011	
INGRESOS	Cuenta corriente	278.444	314.498	12,9
	Mercancías	155.988	184.595	18,3
	Servicios	79.481	85.882	8,1
	Turismo	35.037	38.264	9,2
	Otros servicios	44.444	47.619	7,1
	Rentas	30.974	29.142	-5,9
	Transferencias corrientes	12.000	14.878	24,0
	Cuenta de capital	6.455	5.445	-15,6
	Cuentas corriente + capital	284.899	319.943	12,3
PAGOS	Cuenta corriente	319.888	346.581	8,3
	Mercancías	195.188	218.637	12,0
	Servicios	54.247	54.620	0,7
	Turismo	10.596	10.344	-2,4
	Otros servicios	43.651	44.276	1,4
	Rentas	49.511	52.868	6,8
	Transferencias corrientes	20.941	20.455	-2,3
	Cuenta de capital	1.356	1.164	-14,1
	Cuentas corriente + capital	321.243	347.745	8,2
SALDOS	Cuenta corriente	-41.444	-32.083	9.361
	Mercancías	-39.200	-34.043	5.157
	Servicios	25.234	31.262	6.028
	Turismo	24.441	27.920	3.479
	Otros servicios	794	3.342	2.549
	Rentas	-18.537	-23.726	-5.188
	Transferencias corrientes	-8.941	-5.577	3.364
	Cuenta de capital	5.100	4.281	-818
	Cuentas corriente + capital	-36.344	-27.802	8.542

FUENTE: Banco de España.

a Datos provisionales.

b Variaciones absolutas para los saldos.

superávit de la cuenta de capital. A su vez, el descenso del desequilibrio por cuenta corriente reflejó la ampliación del superávit de servicios y la reducción de los déficits de la balanza comercial y de transferencias corrientes, que compensaron el incremento del déficit de rentas.

En los diez primeros meses de 2011, el déficit de la balanza comercial disminuyó un 13 %, hasta los 34 mm de euros, debido a la notable corrección del saldo no energético, que compensó con creces el incremento de la factura energética. El superávit de la balanza de servicios aumentó un 24 %, hasta 31 mm de euros, gracias tanto a la mejora del saldo turístico como a la del resto de servicios. Por su parte, el déficit de transferencias corrientes se redujo un 38 %, hasta 5,6 mm de euros, mientras que el saldo negativo de la balanza de rentas se amplió un 28 %, hasta 24 mm de euros. Finalmente, el superávit de la cuenta de capital disminuyó un 16 %, hasta 4,3 mm de euros.

5 EVOLUCIÓN FINANCIERA

5.1 Rasgos más destacados

España volvió a estar entre los países más afectados por las tensiones financieras en la UEM ligadas a la crisis de la deuda soberana. Ello se reflejó en una alta volatilidad de la rentabilidad de los títulos emitidos por el Estado, que en el plazo de diez años llegó a alcanzar en los momentos de mayor tensión, en la segunda mitad de noviembre, valores cercanos al 7 %. No obstante, el Tesoro obtuvo, en el cuarto trimestre del año, un volumen abultado de fondos en las subastas realizadas, que siguieron contando con una demanda elevada (véase recuadro 5). Las turbulencias afectaron también a las primas de riesgo crediticio de los valores de renta fija emitidos por las empresas financieras, que aumentaron durante los últimos tres meses del ejercicio, mientras que las asociadas a títulos emitidos por las sociedades no financieras descendieron ligeramente. En los mercados bursátiles, el IBEX 35 mostró una elevada variabilidad, situándose al cierre de 2011 en un nivel muy próximo al de finales de septiembre, frente a las ganancias del 6,3 % y el 11,2 % del EUROSTOXX 50 y el S&P 500, respectivamente. De este modo, las pérdidas acumuladas en el año alcanzaron el 13,1 % para el índice español y el 17,1 % para el europeo, mientras que el estadounidense terminó el ejercicio en torno a los valores de finales de 2010 (véase gráfico 23).

En la parte transcurrida de 2012 se ha seguido observando una elevada volatilidad de los precios negociados en los mercados financieros, evolución que ha venido acompañada de una rebaja, en dos escalones, de la nota asignada al Reino de España por parte de una de las principales agencias de calificación crediticia, en el marco de una reevaluación generalizada al alza de los riesgos soberanos en el área del euro. En la fecha de cierre de este Informe, el índice IBEX 35 acumulaba un descenso desde principios de año del 0,4 % (el S&P 500 y el EUROSTOXX 50 presentaban ligeras ganancias), al tiempo que la rentabilidad de la deuda pública española a diez años y su diferencial frente a la alemana al mismo plazo se situaban en niveles próximos a los de finales del pasado ejercicio. Por su parte, las primas de riesgo crediticio de los valores emitidos por el sector privado se han reducido moderadamente.

En este contexto, las entidades de crédito se han enfrentado nuevamente a importantes dificultades para captar fondos en los mercados de renta fija y en el interbancario. En los primeros, no obstante, las emisiones netas fueron positivas en octubre y noviembre (última información disponible), si bien hay que tener en cuenta que durante este período los vencimientos de la deuda viva fueron relativamente reducidos. En el interbancario, la posición deudora neta de estas instituciones frente al exterior disminuyó durante el mismo período, como resultado del retroceso tanto de los recursos obtenidos en operaciones con garantía (por primera vez desde mediados de 2010) como, en mayor medida, del resto de financiación. Las importantes tensiones que persisten en este mercado se han reflejado en un nuevo aumento del diferencial entre el euríbor a un año y el *eurepo* (coste de las operaciones con garantía) al mismo plazo, que alcanzó los 174 pb a finales de año. Así, el primero apenas descendió (14 pb en el cuarto trimestre, hasta el 1,95 %), a pesar de la reducción de 50 pb en los tipos de interés oficiales que tuvo lugar en estos meses, mientras que el *eurepo* disminuyó de forma más acusada (35 pb). Ante esta situación, las entidades recurrieron al Eurosistema para cubrir una parte importante de sus necesidades de liquidez.

En el mercado inmobiliario, el descenso del precio de la vivienda libre se prolongó durante los últimos meses de 2011, de acuerdo con los últimos datos publicados por el Ministerio

Los meses finales de 2011 se caracterizaron por una notable volatilidad de las cotizaciones en el mercado secundario de deuda pública española, así como en otros de la UEM. De este modo, si bien la rentabilidad de las obligaciones a diez años del Estado español terminó el año en torno a los niveles con los que se inició el último trimestre (ligeramente por encima del 5 %, según puede apreciarse en el panel 1 del gráfico adjunto), en la segunda mitad

de noviembre llegaron a alcanzarse valores cercanos al 7 %, circunstancia no observada desde 1997. En términos del diferencial de rentabilidad frente a Alemania, y dada la relativa estabilidad de los rendimientos de la deuda de este país, se alcanzaron valores superiores a 450 puntos básicos, claramente por encima de los máximos registrados el pasado verano. Esta evolución fue el resultado de la variable percepción de los agentes con respecto a

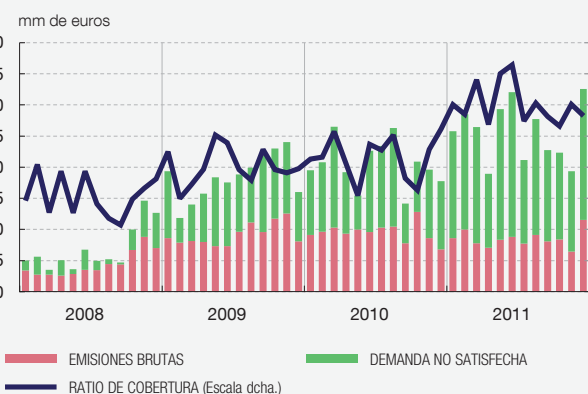
1 RENDIMIENTOS DE LA DEUDA DEL ESTADO A DIEZ AÑOS Y DIFERENCIAL CON ALEMANIA



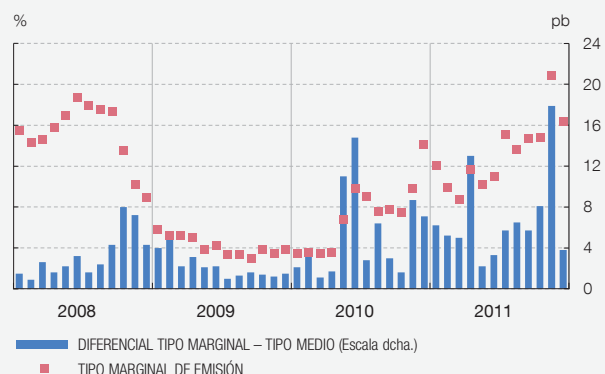
2 DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS. DIFERENCIAL COMPRADOR - VENDEDOR (a)



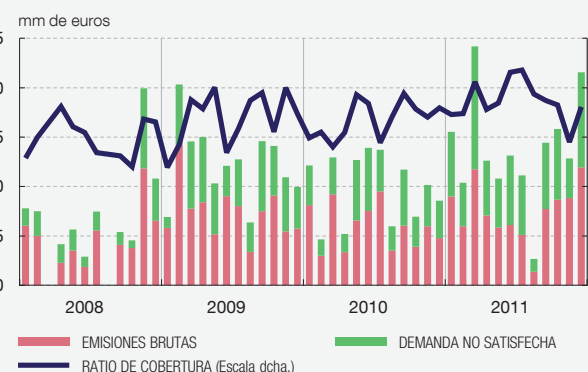
3 EMISIONES DE LETRAS DEL TESORO



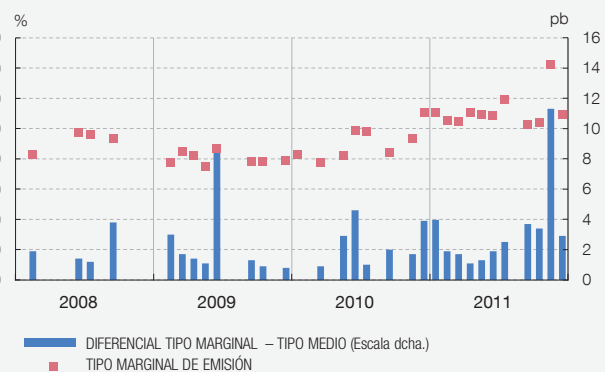
4 EMISIONES DE LETRAS DEL TESORO A DOCE MESES



5 EMISIONES DE BONOS Y OBLIGACIONES



6 EMISIONES DE OBLIGACIONES DEL ESTADO A DIEZ AÑOS



FUENTES: Bloomberg, Reuters y Banco de España.

a Media móvil de cinco días.

los retos a los que se enfrentan las distintas economías de la zona del euro y al alcance y la efectividad de las medidas adoptadas o en vías de implementarse.

En este contexto, las principales agencias de calificación recortaron la nota de los valores emitidos por el Estado español entre uno y dos escalones en octubre del año pasado, sustentado en una rebaja de las perspectivas de crecimiento a medio plazo, en los riesgos relacionados con la consolidación fiscal y en la intensificación de la crisis en la UEM. Posteriormente, en el marco de una revisión general de los riesgos soberanos en el área del euro, dos de dichas agencias anunciaron un nuevo período de revisión a la baja, que, en uno de los casos, se tradujo, el 13 de enero del año en curso, en un nuevo descenso de dos escalones de la calificación de la deuda soberana de nuestro país.

Las tensiones financieras tuvieron también un impacto negativo sobre la liquidez en el mercado secundario, aunque con un comportamiento dispar por instrumentos. Así, los volúmenes medios mensuales negociados en operaciones simples con bonos y obligaciones se redujeron en un 14 % en octubre-noviembre (últimos datos disponibles) con respecto a los del trimestre anterior, mientras que se elevaron en un 5 % en el caso de las letras del Tesoro. Con todo, las cifras registradas fueron, en ambos casos, notablemente superiores a las correspondientes a los últimos meses de 2010 (un 25 % y un 54 % más, respectivamente). Al mismo tiempo, como puede apreciarse en el panel 2 del gráfico adjunto, en el segmento de las obligaciones a diez años, el diferencial comprador-vendedor¹ —que es un indicador más directo de falta de liquidez— mostró un notable ascenso, volviendo a niveles próximos a los alcanzados en momentos pasados de gran tensión, como mayo y diciembre de 2010.

A pesar de estas tensiones, el Estado español pudo emitir un volumen bruto total de 56 mm de euros durante esos tres meses (un 40 % más que en el trimestre anterior y un 23 % más que en el mismo período de 2010), con una captación neta de fondos de 16 mm, lo que permitió cubrir satisfactoriamente las necesidades de financiación para el conjunto del año. Así, la emisión neta total (de letras, bonos, obligaciones) en 2011 fue de 48,6 mm de euros, ligeramente por encima de los 47,2 mm establecidos como objetivo a principios de año.

Por instrumentos, la emisión neta, durante el cuarto trimestre siguió concentrándose en los bonos y obligaciones, ya que la correspondiente a las letras fue inferior a 1 mm de euros. De este modo, a pesar de los mayores tipos de interés exigidos a dichos horizontes, el Tesoro continuó financiándose a plazos relativamente largos (la vida media de la deuda se situó al cierre del trimestre en 6,4 años, frente a los 6,5 de septiembre de 2011). Esta estrategia contribuye a reducir los riesgos de refinanciación, limitando las amortizaciones en los trimestres próximos.

Esto fue posible gracias a que la demanda de fondos por parte de los inversores siguió siendo significativa. No obstante, esta se redujo algo en las subastas realizadas en noviembre, coincidiendo con los momentos de máxima tensión en el mercado secundario. Este hecho se observa con claridad en los paneles 3 a 6 del gráfico adjunto. En el citado mes, la ratio de cobertura (volumen de peticiones recibidas en la subasta dividido por el importe concedido) permaneció elevada en las colocaciones de letras del Tesoro, pero solo a costa de una reducción en las cantidades adjudicadas y de un aumento significativo en los rendimientos ofrecidos. Asimismo, el diferencial entre el tipo marginal y el medio de las solicitudes adjudicadas (que suele ser también un indicador de la dificultad del emisor para colocar en el mercado los volúmenes deseados) se ampliaba hasta 18 puntos básicos, valor máximo observado en los últimos cuatro años. En las subastas de bonos y obligaciones llevadas a cabo durante dicho mes, la demanda también disminuyó apreciablemente, reduciéndose la ratio de cobertura y elevándose los tipos marginales y sus diferenciales con respecto al tipo medio de emisión. Esta situación revirtió, sin embargo, en el último mes del año, en el que —probablemente, atraídas por las elevadas rentabilidades alcanzadas y por la mayor facilidad de acceso de las entidades de crédito al Eurosistema derivada de las últimas medidas no convencionales aprobadas por el BCE— las peticiones se incrementaron de forma muy notable y el Tesoro español pudo recortar moderadamente sus costes de financiación, realizando, al mismo tiempo, la mayor emisión bruta mensual del año (23 mm de euros). Así, el tipo de interés marginal de la emisión de letras a doce meses se redujo al 4,05 %, frente al 5,20 % alcanzado en noviembre, con caídas todavía más significativas en los valores a tres y a seis meses. Por su parte, en la subasta de obligaciones a diez años el tipo marginal fue del 5,4 %, también notablemente por debajo del observado en noviembre (7,09 %).

De acuerdo con los resultados de las primeras subastas de bonos (12 de enero) y letras (17 de enero) de 2012, esta situación habría tenido continuidad en los inicios del año en curso. En las mismas, se colocaron cerca de 15 mm de euros (por encima del máximo previsto), con una fuerte demanda y rentabilidades marginales que se situaron en torno a 1,5-2 puntos porcentuales por debajo de la subasta anterior.

Con todo, el coste medio estimado de emisión del Estado durante el cuarto trimestre de 2011² se elevó al 5,2 % (frente a un 5 % en los tres meses precedentes y un 3,8 % en 2010), siendo este el valor más elevado registrado desde 2001. Ahora bien, dada la relativamente elevada vida media de los valores emitidos, este encarecimiento se traslada solo en una pequeña parte al coste total de financiación del Estado. La evolución futura de este último dependerá, de manera importante, de lo que ocurra con las tensiones en los mercados de deuda soberana del área del euro.

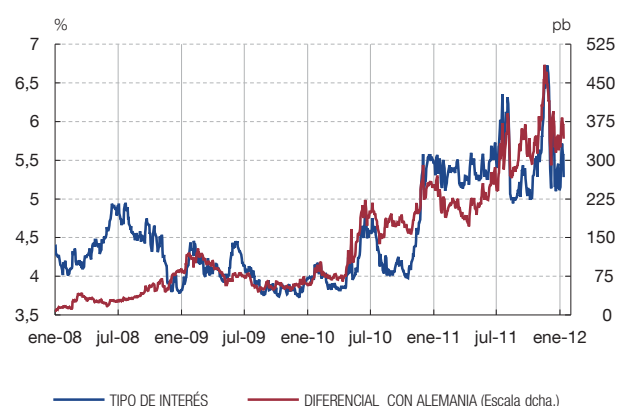
¹ La diferencia entre el precio de oferta y el de demanda a los que cotizan los creadores de mercado. Cuanto más líquido es un mercado, más reducido es este diferencial.

² Calculado como el coste medio resultante de cada una de las subastas, de los distintos instrumentos, ponderado por los saldos vivos existentes a los distintos plazos.

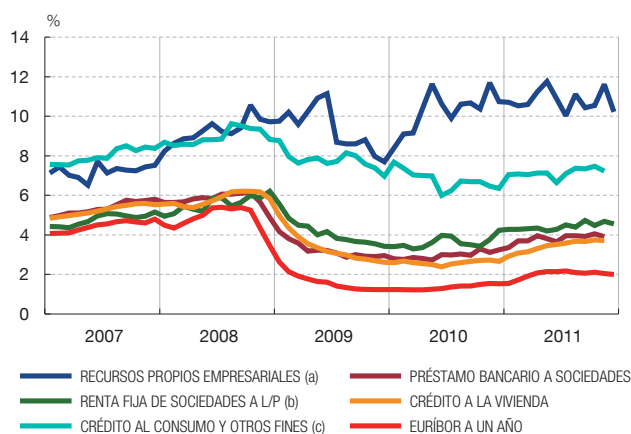
ÍNDICES BURSÁTILES



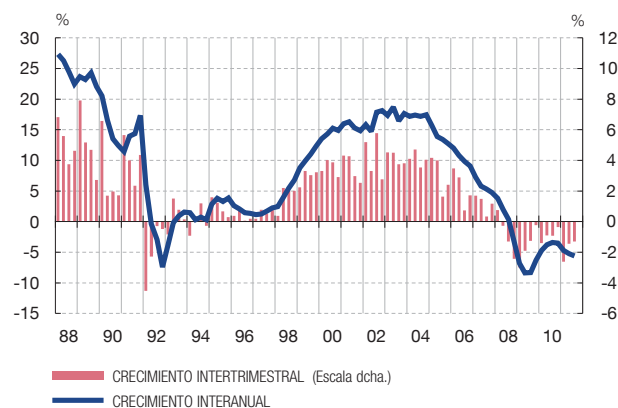
DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



COSTE DE FINANCIACIÓN



PRECIO DEL METRO CUADRADO EN VIVIENDA TASADA (d)



FUENTES: Bloomberg, Reuters, Datastream, MSCI Blue Book, Ministerio de Vivienda y Banco de España.

- a El coste de los recursos propios se basa en un modelo de descuento de dividendos de Gordon en tres etapas.
- b El tipo de interés de la renta fija a largo plazo se aproxima como la suma del tipo *swap* del euro a cinco años y una media ponderada de las primas de seguro de riesgo crediticio de las empresas no financieras españolas a ese mismo plazo.
- c En junio de 2010 se modificaron los requerimientos estadísticos relativos a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela, pudiendo ocasionar rupturas en las series. En particular, ha sido especialmente significativo el cambio en el tipo de interés del crédito al consumo y otros fines como consecuencia de que a partir de dicho mes no incorpora las operaciones realizadas con tarjetas de crédito.
- d Base 2001 hasta diciembre 2004 y base 2005 a partir de dicha fecha.

de Fomento. Así, el ritmo de disminución interanual se situó en diciembre en el 6,8%, frente a una caída del 5,6% a finales del tercer trimestre (véase gráfico 23). En términos intertrimestrales, el retroceso fue del 1,6%, algo superior al de septiembre (1,3%). De este modo, el valor de mercado de este activo acumulaba, al cierre del pasado año, una caída del 19% desde comienzos de 2008 (25% en términos reales).

Los tipos de interés del crédito concedido a los hogares y a las sociedades mostraron cambios poco significativos entre septiembre y noviembre (último dato disponible). El moderado descenso de las rentabilidades interbancarias utilizadas como referencia en estas operaciones, que incorporaron solo en parte la relajación de la política monetaria registrada en este período, vino acompañado, en la mayoría de segmentos, de una ligera elevación de los diferenciales aplicados sobre dichas rentabilidades por parte de las entidades de crédito. Por su parte, aumentó el coste de las emisiones de renta fija de las empresas hasta finales de 2011, mientras que descendió el de los recursos propios.

Los últimos datos disponibles sobre la financiación de hogares y sociedades, correspondientes a noviembre, muestran unos ritmos de caída algo superiores a los observados a finales del tercer trimestre. En el caso de las familias, la contracción del crédito se situó, en términos interanuales, en el 2,1 %, frente al 1,5 % de septiembre, como resultado de los mayores retrocesos tanto del crédito para adquisición de vivienda como del destinado a consumo y otros fines. Del mismo modo, el descenso interanual de la deuda de las sociedades alcanzó el 2,1 %, frente al 2 % de septiembre. Por instrumentos, la caída de los préstamos bancarios fue del 4,5 %, mientras que el ritmo de avance de los valores de renta fija se redujo hasta situarse en el 6 %. La información más reciente del crédito por finalidades, referida al tercer trimestre de 2011, refleja contracciones en el saldo vivo de la financiación bancaria en todas las ramas de actividad, más intensas que las de junio.

La evolución de la deuda de empresas y familias, unida a la correspondiente a sus rentas y costes medios de financiación, permitió que las ratios de endeudamiento y carga financiera se redujeran nuevamente en el tercer trimestre de 2011. En el caso de las familias, la riqueza neta continuó cayendo, como resultado del descenso en el valor de su componente tanto inmobiliario como financiero. La prolongación de las pautas observadas en el endeudamiento, así como la evolución de los precios de los activos reales, apuntaría a una continuidad, durante los últimos meses del año, de las tendencias anteriores. En el caso de las sociedades, para la muestra de compañías colaboradoras con la Central de Balances Trimestral (CBT), entre las que tienen un peso destacado las de mayor tamaño, se observa una caída de la actividad y de las rentas empresariales en los tres primeros trimestres de 2011 en relación con los mismos meses del año anterior. Esto se tradujo en un descenso de la rentabilidad ordinaria de los recursos propios. Por otra parte, las ratios de endeudamiento en relación con los activos y con las rentas de estas sociedades apenas variaron, mientras que la carga financiera asociada aumentó ligeramente. Como resultado conjunto de estos desarrollos, los indicadores de presión financiera sobre la inversión y el empleo aumentaron, con lo que se interrumpió la senda descendente que venían siguiendo.

Por tanto, aunque el proceso de desapalancamiento de empresas y familias ha seguido avanzando en el segundo semestre de 2011, ambos sectores siguen sometidos a un elevado grado de presión financiera, como refleja el nivel alcanzado por las ratios de dudosos. Así, el volumen de créditos clasificados en esta categoría continuó aumentando en octubre, lo que, junto con la reducción de la deuda concedida al conjunto de los otros sectores residentes (en los que se incluyen las empresas y familias), resultó en un ascenso de 0,26 pp de la ratio de dudosos para este agregado, que alcanzó el 7,4 %.

En el caso de las AAPP, se ha prolongado la desaceleración de la deuda, que sigue, no obstante, avanzando a ritmos elevados (12,6 %, en términos interanuales, en noviembre, 2,3 pp menos que en septiembre). Por instrumentos, se observa una disminución generalizada en la tasa de expansión, especialmente acusada en los valores a corto plazo, que descendió 2,9 pp, hasta el 3,6 %. El estancamiento intertrimestral de los pasivos de las AAPP y del PIB entre junio y septiembre permitió que, por primera vez desde comienzos de 2008, la ratio de endeudamiento del sector no aumentase en el tercer trimestre de 2011, si bien el incremento del coste medio de los fondos contribuyó a que volviera a crecer la carga financiera asociada.

Por otra parte, de acuerdo con la información más reciente de las cuentas financieras, en el tercer trimestre de 2011 se prolongó la senda descendente de las necesidades de financiación de la nación, que se situaron en el 3,5 % del PIB, en términos acumulados de doce

OPERACIONES FINANCIERAS NETAS
Datos acumulados de cuatro trimestres

CUADRO 8

Porcentaje del PIB

	2006	2007	2008	2009	2010		2011		
					III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR
Economía nacional	-8,4	-9,6	-9,2	-4,7	-4,4	-4,0	-4,1	-3,6	-3,5
Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH	-11,5	-13,4	-6,5	5,1	4,6	4,4	4,3	4,8	4,6
Sociedades no financieras	-9,8	-11,5	-6,7	-0,8	1,2	1,3	1,0	1,6	1,1
Hogares e ISFLSH	-1,7	-1,9	0,2	5,9	3,4	3,1	3,3	3,2	3,5
Instituciones financieras	0,7	1,9	1,8	1,3	1,0	1,0	0,9	0,8	0,7
Administraciones Públicas	2,4	1,9	-4,5	-11,2	-10,0	-9,3	-9,3	-9,3	-8,8
PRO MEMORIA:									
Brecha de financiación de sociedades no financieras (a)	-17,4	-15,5	-11,9	-8,3	-0,4	-1,1	-1,5	-0,8	0,2

FUENTE: Banco de España.

a Recursos financieros que cubren el diferencial entre la formación bruta de capital ampliada (inversión real más financiera permanente) y el ahorro bruto.

meses, 0,1 pp menos que en junio (véase cuadro 8). Esta evolución fue el resultado de una disminución de la posición deudora de las AAPP (hasta el 8,8 % del PIB, 0,4 pp menos que a mediados de año), un aumento en la capacidad de financiación de los hogares, un descenso de la correspondiente a las sociedades y escasas variaciones en el saldo acreedor de las instituciones financieras. El detalle por instrumentos muestra que entre junio y septiembre el grueso de las entradas de capital del exterior se canalizó a través de la reducción de la posición interbancaria del Banco de España y, en menor medida, de las operaciones con garantía liquidadas en cámaras de contrapartida central.

En resumen, durante el cuarto trimestre de 2011 la evolución financiera en España ha estado marcada nuevamente por la intensificación de las tensiones financieras, que han afectado sobre todo al coste de financiación de los distintos sectores residentes, ya que el impacto potencial sobre los flujos se ha visto amortiguado por el acceso a la financiación del Eurosistema, que recientemente se ha visto facilitado adicionalmente por la introducción de subastas de liquidez a tres años.

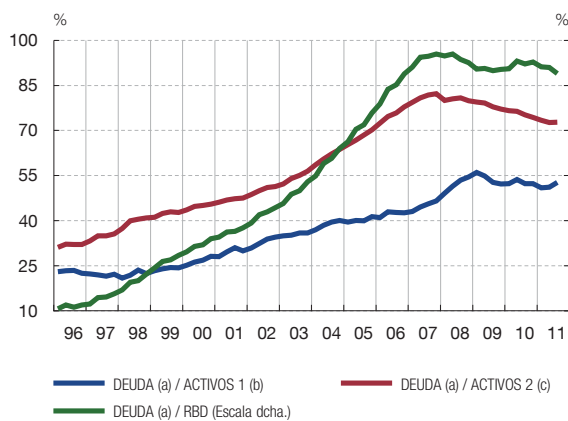
5.2 El sector hogares

El coste de la financiación bancaria de los hogares mostró variaciones poco significativas entre septiembre y noviembre. Así, el tipo de interés de los préstamos para adquisición de vivienda aumentó 5 pb, mientras que el asociado a los créditos para consumo y otros fines, que presenta una mayor variabilidad, descendió 12 pb. Estos cambios fueron el resultado de movimientos en la misma dirección de los diferenciales aplicados por las entidades de crédito sobre las rentabilidades interbancarias de referencia y de un ligero descenso de estas últimas.

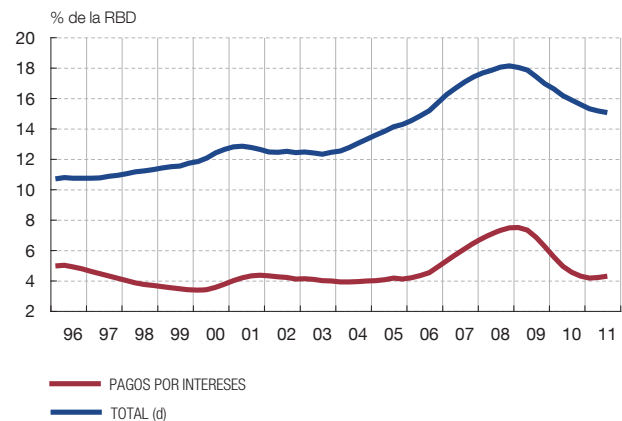
La deuda de las familias descendía en noviembre, en términos interanuales, un 2,1 %, 0,6 pp más que a finales del tercer trimestre, como resultado de los mayores retrocesos tanto del crédito para adquisición de vivienda (1,2 %, frente al 0,8 % de dos meses antes) como del destinado a consumo y otros fines (5 %, 1 pp más que en septiembre). En términos intertrimestrales anualizados también se observan cifras negativas en las tasas de crecimiento de la deuda del sector, algo más elevadas —en valor absoluto— que las de septiembre y muy similares a las interanuales.

La contracción de los pasivos de las familias, junto con el ligero ascenso de los ingresos, resultó en una disminución de 2 pp de la ratio de endeudamiento sobre la renta

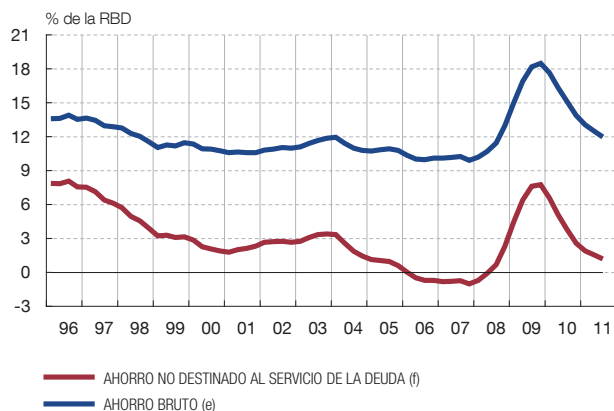
RATIOS DE ENDEUDAMIENTO



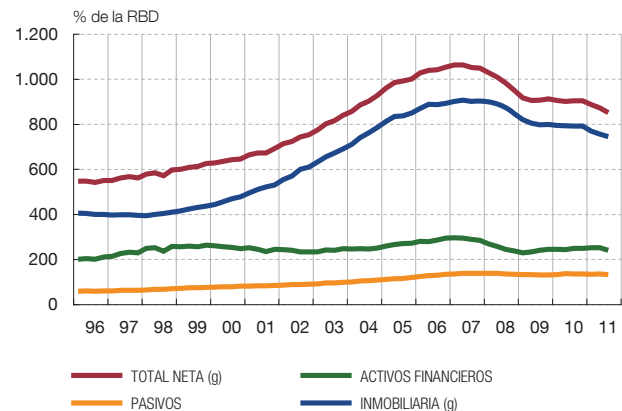
CARGA FINANCIERA



AHORRO



RIQUEZA



FUENTES: Ministerio de Vivienda, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a Incluye crédito bancario y crédito titulado fuera de balance.
 b Activos 1 = Total de activos financieros menos la rúbrica de «Otros».
 c Activos 2 = Activos 1 menos acciones menos participaciones de FIM.
 d Estimación de pagos por intereses más amortizaciones.
 e Saldo de la cuenta de utilización de la renta disponible.
 f Ahorro bruto menos estimación de pagos por amortización.
 g Estimación basada en la evolución estimada del parque de viviendas, de la superficie media de las mismas y del precio del metro cuadrado.

bruta disponible (RBD) entre junio y septiembre, prolongándose así la pauta de lento desapalancamiento (véase gráfico 24). La carga financiera en relación con la RBD se contrajo ligeramente, gracias a la reducción de los pagos asociados a la devolución del principal de las deudas, mientras que la tasa de ahorro bruto y el ahorro del sector una vez descontadas las obligaciones relacionadas con la amortización de los préstamos mantuvieron el perfil descendente que presentan desde principios de 2010. Ello volvió a ser compatible con el aumento de la capacidad de financiación, ya que la inversión en vivienda siguió cayendo. También volvió a reducirse durante estos meses la riqueza neta de los hogares, como resultado del descenso en el valor de su componente tanto inmobiliario como financiero.

De acuerdo con las cuentas financieras, para las que se dispone de información hasta el tercer trimestre del año, la inversión de los hogares en activos financieros descendió nuevamente, hasta alcanzar el 1,1 % del PIB en términos acumulados de doce meses (véase cuadro 9). Entre junio y septiembre se produjo, de hecho, una desinversión en activos

OPERACIONES FINANCIERAS DE LOS HOGARES, ISFLSH Y SOCIEDADES NO FINANCIERAS
Datos acumulados de cuatro trimestres

CUADRO 9

Porcentaje del PIB

	2008	2009	2010	2011		
				I TR	II TR	III TR
HOGARES E ISFLSH:						
Operaciones financieras (activos)	2,6	4,7	3,4	3,1	1,8	1,1
Medios de pago	-0,4	4,2	-0,1	0,0	-0,3	-0,1
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	6,2	-0,8	3,2	3,5	2,8	1,8
Acciones y otras participaciones (b)	0,1	1,1	0,6	0,3	-0,5	-0,1
Fondos de inversión	-3,3	-0,1	-1,7	-1,6	-1,3	-0,7
Reservas técnicas de seguros	0,5	0,8	0,4	0,3	0,3	0,0
<i>De las cuales:</i>						
<i>De vida</i>	0,3	0,6	0,1	0,1	0,3	0,3
<i>De jubilación</i>	0,1	0,2	0,3	0,1	0,0	-0,3
Resto	-0,5	-0,5	1,2	0,6	0,9	0,3
Operaciones financieras (pasivos)	2,4	-1,2	0,3	-0,2	-1,4	-2,3
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	3,4	-0,5	0,1	-0,5	-1,3	-1,3
Créditos para adquisición de vivienda (c)	2,7	0,1	0,5	-0,1	-0,4	-0,5
Créditos para consumo y otros fines (c)	0,8	-0,4	-0,3	-0,4	-1,0	-0,8
Resto	-1,1	-0,7	0,2	0,2	0,0	-1,0
SOCIEDADES NO FINANCIERAS:						
Operaciones financieras (activos)	2,0	-8,7	7,9	6,5	4,2	-0,6
Medios de pago	-1,1	-0,3	-0,1	0,4	-0,5	-0,7
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	2,1	-0,5	2,0	2,5	2,4	1,5
Acciones y otras participaciones	3,6	-0,5	3,0	2,5	1,4	0,3
<i>De las cuales:</i>						
<i>Frente al resto del mundo</i>	3,5	0,0	2,6	2,3	1,8	0,2
Crédito comercial e interempresas	-3,2	-7,4	3,2	1,0	0,1	-2,2
Resto	0,6	0,1	-0,2	0,2	0,9	0,5
Operaciones financieras (pasivos)	8,7	-7,9	6,6	5,6	2,6	-1,7
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	5,5	-3,0	-0,9	-1,5	-2,8	-3,7
Préstamos exteriores	3,0	0,0	0,7	1,2	1,2	0,8
Valores de renta fija (d)	0,3	1,4	0,7	0,6	0,6	0,6
Acciones y otras participaciones	2,3	1,6	1,8	2,7	2,7	3,1
Crédito comercial e interempresas	-3,3	-7,0	3,3	1,1	0,1	-2,2
Resto	0,9	-0,8	1,0	1,5	0,8	-0,3
PRO MEMORIA: TASAS DE CRECIMIENTO INTERANUAL (%):						
Financiación (e)	6,6	-0,8	0,5	0,0	-1,2	-1,8
Hogares e ISFLSH	4,4	-0,3	0,2	-0,5	-1,6	-1,5
Sociedades no financieras	8,2	-1,2	0,8	0,4	-0,9	-2,0

FUENTE: Banco de España.

- a No incorpora los intereses devengados no pagados, que se contabilizan en el resto.
- b Excluye los fondos de inversión.
- c Incluye los créditos titulizados fuera de balance.
- d Incluye las emisiones realizadas por filiales financieras residentes.
- e Definida como la suma de crédito bancario concedido por entidades de crédito residentes, préstamos exteriores, valores de renta fija y financiación intermediada por fondos de titulización.

financieros, observándose los mayores retrocesos en las tenencias de efectivo (4,1 % del PIB), depósitos a la vista (3,6 % del PIB) y valores de renta fija a la largo plazo (1,1 % del PIB). En contraposición, la inversión en acciones y otras participaciones se recuperó y pasó a ser positiva, tras cinco trimestres consecutivos de desinversión.

Por último, la ratio de créditos dudosos del sector volvió a aumentar entre junio y septiembre, de forma que se situó en el 2,7 % en el caso de los préstamos para adquisición de vivienda y en el 7 % en los destinados a consumo y otros fines, 0,17 pp y 0,41 pp, respectivamente, por encima de los valores del segundo trimestre.

5.3 El sector de sociedades no financieras

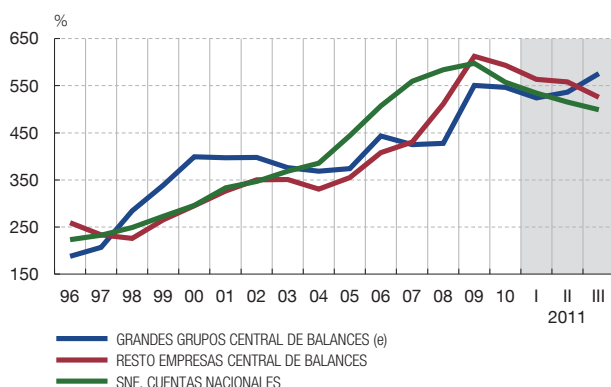
Los tipos de interés del crédito concedido a las sociedades mostraron, entre septiembre y noviembre, una evolución diferenciada en función del importe de las operaciones. Así, aumentó 10 pb el coste de los préstamos de hasta un millón de euros, mientras que descendió 13 pb en el caso de los de cuantía superior. Estas variaciones fueron el resultado de cambios en la misma dirección de los diferenciales aplicados por las entidades de crédito sobre las rentabilidades interbancarias de referencia y de un ligero descenso de estas últimas. Por lo que respecta al coste de otras fuentes de financiación empresarial, el de las emisiones de renta fija a corto plazo aumentó 67 pb durante el mismo período; y el de las de vencimiento a largo plazo, 9 pb entre septiembre y diciembre. En cambio, el coste de los recursos propios descendió 33 pb en el conjunto del trimestre, pero mostró una notable variabilidad, en consonancia con la volatilidad de las cotizaciones bursátiles en estos meses.

De acuerdo con la última encuesta sobre acceso a financiación de las pymes elaborada por el BCE, las pymes de nuestro país reportaban un nuevo descenso en la disponibilidad de crédito entre abril y septiembre de 2011, aunque a un ritmo algo menor que el del semestre previo, y preveían que esta situación se prolongaría entre octubre de 2011 y marzo de 2012. A pesar de ello, la proporción de pequeñas y medianas compañías españolas cuyas solicitudes de financiación fueron denegadas descendió hasta el 11 %, frente al 16 % del semestre previo (y muy por debajo del 25 % registrado en la segunda mitad de 2009). Y aumentó 4 pp —hasta el 5 %— la proporción de las que rechazaron un préstamo concedido por considerar que el coste asociado exigido era excesivamente alto. Con respecto a las condiciones crediticias aplicadas en los préstamos, las pymes españolas percibieron un notable endurecimiento, similar al señalado por las empresas de mayor dimensión. Así, en términos netos, un 80 % de ellas tuvo que pagar unos tipos de interés más que elevados por la financiación recibida, y un 45 %, que aportar unas mayores garantías.

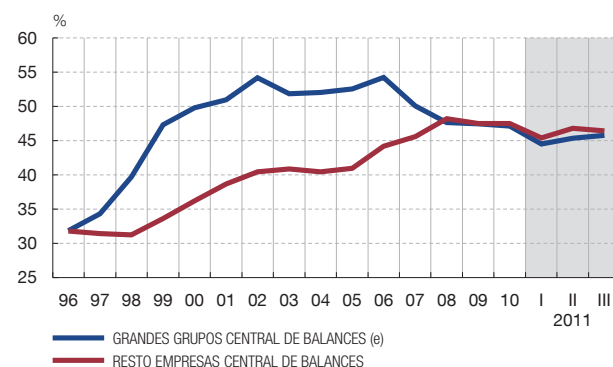
Los últimos datos disponibles sobre la financiación de las sociedades, correspondientes a noviembre, muestran unos ritmos de contracción interanual similares a los del final del tercer trimestre (del 2,1 %, frente al 2 % de septiembre). Por instrumentos, la caída de los préstamos bancarios concedidos por las entidades de crédito residentes fue del 4,5 %, 0,2 pp superior a la cifra de dos meses antes, mientras que el ritmo de avance de los valores de renta fija se redujo 1,9 pp, y se situó en el 6 %. En términos intertrimestrales anualizados, también se observan cifras negativas en las tasas de crecimiento de la deuda del sector (-1,7 %), algo superiores, en valor absoluto, a las de septiembre. La información más reciente del crédito por finalidades, referida al tercer trimestre, refleja disminuciones en el saldo vivo de la financiación bancaria en todas las ramas de actividad, más acusadas que las de junio. De nuevo, el retroceso fue especialmente abultado en la construcción (15,8 %, en términos interanuales) y en los servicios inmobiliarios (5,2 %), y comparativamente más moderado en el resto de servicios (1,4 %). En la industria alcanzó el 4,3 %, frente al 3,9 % de junio.

De acuerdo con la información de las cuentas financieras, el saldo acreedor de las operaciones financieras netas del sector empresarial descendió en el tercer trimestre de 2011 hasta situarse en el 1,1 % del PIB en términos acumulados de doce meses, 0,6 pp menos que en junio. A pesar de ello, la reducción de las adquisiciones en el resto del mundo se tradujo en un retroceso de la brecha de financiación, indicador que aproxima los recursos necesarios para cubrir el diferencial entre el ahorro bruto de las empresas y la formación bruta de capital ampliada con la inversión en el exterior de carácter permanente, que pasó a presentar un saldo positivo equivalente al 0,2 % del PIB, frente al -0,8 % de mediados de año.

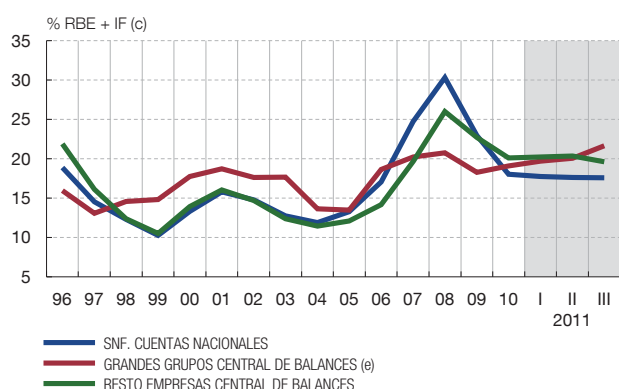
DEUDA (b) / REB + IF (c)



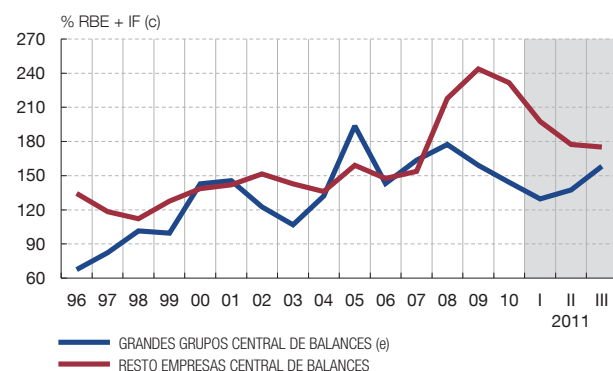
DEUDA (b) / ACTIVO (d)



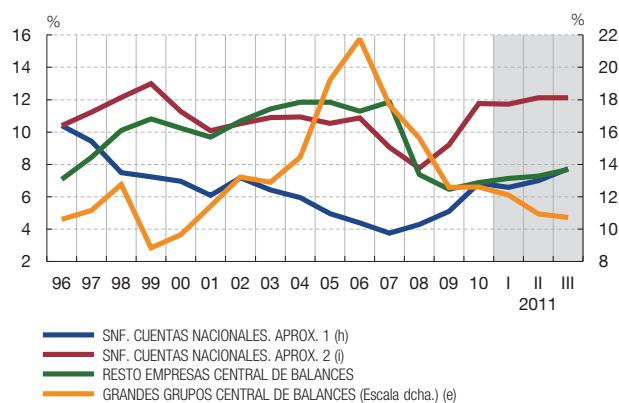
CARGA FINANCIERA POR INTERESES



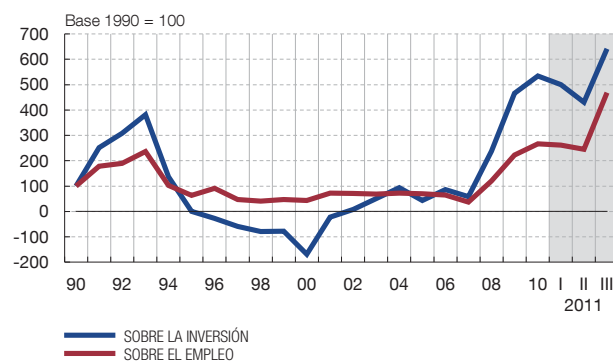
CARGA FINANCIERA TOTAL (f)



RON / RECURSOS PROPIOS (g)



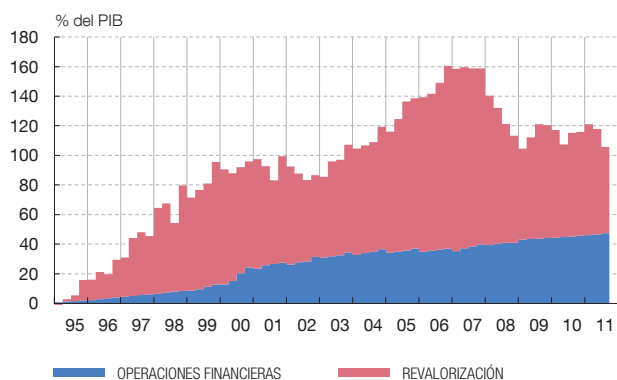
INDICADORES SINTÉTICOS DE PRESIÓN FINANCIERA (j)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a Los indicadores elaborados a partir de la muestra de Central de Balances se han construido hasta 2009 con la información de Central de Balances Anual. Desde esa fecha en adelante, se han extrapolado a partir de la evolución de la Central de Balances Trimestral.
- b Recursos ajenos con coste.
- c Resultado económico bruto de explotación más ingresos financieros.
- d Definido como total del activo ajustado por inflación menos pasivo sin coste.
- e Agregado de todas las empresas colaboradoras con la Central de Balances pertenecientes a los grupos Endesa, Iberdrola, Repsol y Telefónica. Ajustado por financiación intragrupo para evitar doble contabilización.
- f Incluye intereses más deuda a corto plazo con coste.
- g El RON, usando datos de Cuentas Nacionales, se define como EBE + intereses y dividendos recibidos – intereses pagados – con sumo de capital fijo.
- h Recursos propios valorados a precios de mercado.
- i Recursos propios calculados acumulando flujos a partir del saldo del año 1996.

VARIACIÓN ACUMULADA DEL PATRIMONIO NETO (a)



EXPECTATIVAS DE CRECIMIENTO DE LOS BENEFICIOS DE LAS EMPRESAS COTIZADAS



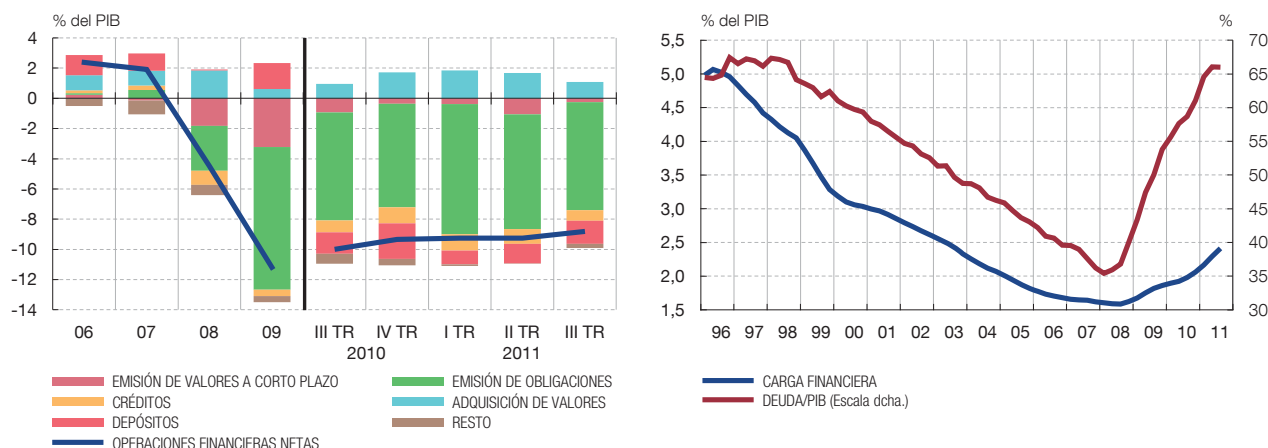
FUENTES: I/B/E/S y Banco de España.

a Patrimonio neto aproximado por la valoración a precios de mercado de las acciones y otras participaciones emitidas por las sociedades no financieras.

El estancamiento de los pasivos de las sociedades, unido al ascenso moderado de sus rentas que recoge la Contabilidad Nacional en el tercer trimestre de 2011, hizo que la ratio de endeudamiento continuara disminuyendo lentamente, continuando con la tendencia iniciada en 2009 (véase gráfico 25). Esa evolución permitió que, a pesar del aumento en los costes medios de financiación, la carga financiera también descendiese levemente durante este período. Para la muestra de sociedades colaboradoras con la CBT, entre las que tienen un peso destacado las de mayor tamaño, se observa una caída de la actividad y de las rentas empresariales en los tres primeros trimestres de 2011 en relación con los mismos meses del año anterior. Así, tras la recuperación observada en 2010, el resultado ordinario neto de estas sociedades disminuyó un 2,9 %, lo que se tradujo en un descenso de más de 1 pp de la rentabilidad ordinaria de los recursos propios, hasta el 6,5 %. Este retroceso, que fue generalizado por ramas de actividad y especialmente acusado en la de información y comunicaciones, fue compatible con un ascenso de la rentabilidad mediana, lo que sugiere que el curso del indicador agregado refleja el comportamiento de las empresas de mayor dimensión, que han presentado una evolución comparativamente menos favorable. Por su parte, las ratios de endeudamiento en relación con los activos y con las rentas de estas empresas apenas variaron, en un contexto en el que sus deudas mostraron escasas variaciones, mientras que la carga financiera asociada aumentó levemente. Como resultado conjunto de estos desarrollos, se interrumpió la senda descendente que venían presentando los indicadores de presión financiera sobre la inversión y el empleo, que aumentaron, de forma más acusada en el segundo caso. De cara a los próximos trimestres, los analistas revisaron a la baja las expectativas de crecimiento a largo plazo de los beneficios de las sociedades cotizadas, y sobre todo las referidas al corto plazo, que pasaron a situarse en registros negativos, por primera vez desde principios de 2010 (véase gráfico 26).

La proporción de préstamos dudosos de las sociedades no financieras continuó creciendo en el tercer trimestre de 2011, y con mayor intensidad en los créditos a las empresas dedicadas a la construcción y los servicios inmobiliarios (cuya ratio se incrementó 1,23 pp) que en los del resto de sectores, para los que aumentó en 0,33 pp. En consecuencia, se han ampliado nuevamente las diferencias entre los indicadores de ambos grupos, situándose en septiembre en el 18,2 % y el 4,7 %, respectivamente.

OPERACIONES FINANCIERAS NETAS. CONTRIBUCIONES POR INSTRUMENTOS (a) CARGA FINANCIERA POR INTERESES Y RATIO DE DEUDA



FUENTE: Banco de España.

a Un signo positivo (negativo) significa aumento (disminución) de activos o disminución (aumento) de pasivos.

5.4 Las Administraciones Públicas

En el tercer trimestre de 2011, según las cuentas financieras, las necesidades de financiación de las AAPP se redujeron en una cifra equivalente a 0,4 pp del PIB en términos acumulados anuales, si bien continúan en valores elevados (8,8 % del PIB) (véase cuadro 8).

Una vez más, la principal vía usada por las AAPP para su financiación fue la emisión de bonos y obligaciones, canal por el que obtuvieron fondos equivalentes al 7,4 % del PIB, 0,5 pp menos que en junio (véase gráfico 27). También descendió la captación de recursos mediante valores de corto plazo y créditos, que pasaron a representar, respectivamente, el 0,3 % y el 0,7 % del PIB (0,8 pp y 0,3 pp menos que a finales del primer semestre). Por el lado del activo, disminuyeron 0,6 pp las adquisiciones netas de valores, hasta el 1,1 % del PIB, y volvió a caer el saldo de sus depósitos, por un importe equivalente al 1,5 % del PIB, 0,2 pp más que en el segundo trimestre.

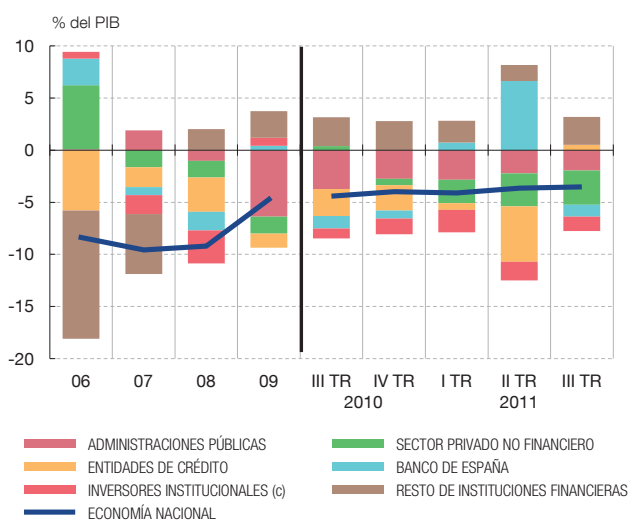
La tasa de avance de la deuda de las AAPP volvió a descender entre septiembre y noviembre. En términos interanuales, pasó a situarse, en ese último mes, en el 12,6 %, 2,3 pp menos que en el tercer trimestre. El estancamiento intertrimestral de los pasivos de las AAPP y del PIB entre junio y septiembre permitió que, por primera vez desde comienzos de 2008, la ratio de endeudamiento del sector no aumentase en el tercer trimestre de 2011, manteniéndose en el 66 % del PIB. No obstante, la carga financiera creció de nuevo, hasta alcanzar el 2,4 % del PIB, evolución a la que contribuyó el ascenso del coste medio de los fondos.

5.5 La posición financiera frente al exterior

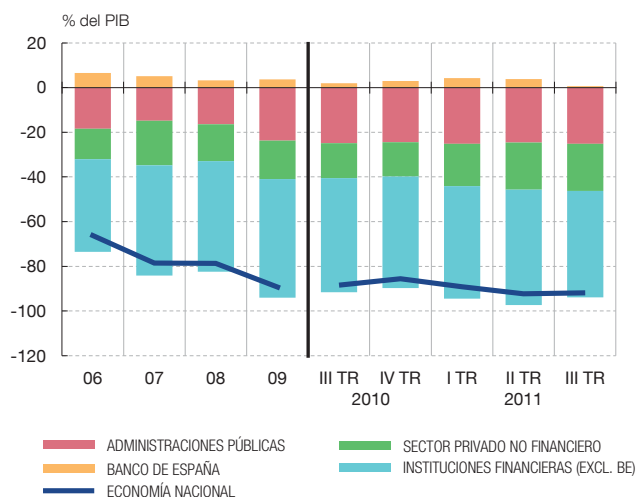
De acuerdo con la información más reciente de las cuentas financieras, en el tercer trimestre de 2011 se prolongó la senda descendente de las necesidades de financiación de la nación, que se situaron en el 3,5 % del PIB, en términos acumulados de doce meses, 0,1 pp menos que en junio (véase cuadro 8). Esta evolución fue el resultado de la disminución de la posición deudora de las AAPP, el aumento en la capacidad de financiación de los hogares, el descenso de las sociedades y escasas variaciones en el saldo acreedor de las instituciones financieras.

Por sectores, los hogares y las sociedades obtuvieron, en términos netos, un volumen de fondos del exterior del 4 % del PIB en el tercer trimestre (1,6 pp más que en los tres meses

OPERACIONES FINANCIERAS NETAS (b)



ACTIVOS FINANCIEROS NETOS



FUENTE: Banco de España.

- a Para operaciones, datos acumulados de cuatro trimestres. Para saldos, datos de final de período. No incluyen activos y pasivos sin sectorizar.
 b Un signo negativo (positivo) indica que el resto del mundo otorga (recibe) financiación al (del) sector contrapartida.
 c Empresas de seguro e instituciones de inversión colectiva.

previos). También las AAPP recibieron recursos de no residentes, aunque en menor medida (un 1,1 % del PIB y un 1,9 % del PIB, en términos acumulados de doce meses) (véase gráfico 28). En contraposición, las entidades de crédito pasaron a conceder, en términos netos, financiación al resto del mundo, por un importe elevado, equivalente al 8,7 % del PIB (0,5 % en los últimos doce meses). También se incrementaron las entradas de capital asociadas a la actividad de los inversores institucionales, que siguieron reduciendo sus tenencias de activos foráneos. Los recursos captados en el resto del mundo por los sectores residentes (distintos del Banco de España) fueron insuficientes para cubrir las salidas netas de fondos y las necesidades de financiación de la nación. Como resultado, el saldo que presentaron las operaciones financieras netas del Banco de España frente al exterior fue nuevamente deudor, y por un importe elevado, equivalente al 13 % del PIB trimestral (y al 1,1 % del PIB en términos acumulados de doce meses). La información de la Balanza de Pagos de octubre muestra que, en dicho mes, la financiación de nuestra economía se cubrió a través de esta última vía, mientras que el flujo neto de recursos obtenido por el resto de sectores institucionales fue negativo.

El detalle por instrumentos muestra que en el tercer trimestre de 2011 el grueso de las entradas de capital se canalizó mediante la posición intrasistema del Banco de España y, en cuantía algo menor, a través de las operaciones con garantía liquidadas en cámaras de contrapartida central. Los fondos obtenidos por estas vías supusieron, en términos netos, el 14,4 % y el 7,6 % del PIB, respectivamente (1,7 % y 8,4 % del PIB en términos acumulados de doce meses) (véase cuadro 10). En contraposición, se observó un importante descenso del saldo de la financiación interbancaria neta obtenida a través de operaciones bilaterales entre entidades de crédito, del 10,5 % del PIB (6,3 % en los últimos doce meses). Asimismo, se observó, por cuarto trimestre consecutivo, una desinversión de los no residentes en títulos de renta fija emitidos por las entidades de crédito, mientras que para los de las AAPP pasó a registrarse un flujo positivo. También se incrementó la captación de recursos instrumentada a través de acciones y otras participaciones, aunque

OPERACIONES FINANCIERAS DE LA NACIÓN
Datos acumulados de cuatro trimestres

CUADRO 10

Porcentaje del PIB

	2008	2009	2010	2011		
				I TR	II TR	III TR
OPERACIONES FINANCIERAS NETAS	-9,2	-4,7	-4,0	-4,1	-3,6	-3,5
Operaciones financieras (activos)	0,6	-0,5	-3,8	-1,5	1,1	2,6
Oro y DEG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Efectivo y depósitos	-1,3	-3,2	-1,4	0,7	0,4	1,6
<i>De los cuales:</i>						
<i>Interbancario entidades de crédito</i>	-0,5	-1,7	-1,3	0,5	0,2	0,9
Valores distintos de acciones	1,3	0,0	-7,0	-7,2	-4,8	-2,7
<i>De los cuales:</i>						
<i>Entidades de crédito</i>	1,5	1,2	-3,1	-2,5	-0,4	0,7
<i>Inversores institucionales</i>	-0,5	-1,0	-2,9	-3,7	-2,8	-2,2
Acciones y otras participaciones	1,7	1,6	2,5	3,0	3,1	1,0
<i>De las cuales:</i>						
<i>Sociedades no financieras</i>	3,5	0,0	2,6	2,3	1,8	0,2
<i>Inversores institucionales</i>	-2,3	0,5	1,0	1,1	1,0	0,6
Préstamos	0,8	0,2	0,3	0,5	1,3	1,3
Operaciones financieras (pasivos)	9,8	4,1	0,1	2,6	4,8	6,1
Depósitos	8,0	-0,5	-0,5	-1,3	0,8	4,9
<i>De los cuales:</i>						
<i>Interbancario entidades de crédito (a)</i>	6,2	0,7	-7,4	-7,8	-1,8	-5,4
<i>Cesiones temporales entidades de crédito (b)</i>	0,2	0,1	5,8	6,2	8,3	8,4
Interbancario Banco de España (posición intrasistema)	1,9	-0,8	0,2	-1,1	-6,5	1,7
Valores distintos de acciones	-2,7	3,4	-2,0	-0,6	-0,5	-2,6
<i>De los cuales:</i>						
<i>Administraciones Públicas</i>	1,1	5,1	1,9	2,3	2,0	1,7
<i>Entidades de crédito</i>	-1,9	1,0	-1,4	-0,9	-0,9	-1,6
<i>Otras instituciones financieras no monetarias</i>	-1,9	-2,6	-2,6	-2,0	-1,5	-2,7
Acciones y otras participaciones	3,2	1,1	0,9	2,5	2,4	2,3
<i>De las cuales:</i>						
<i>Sociedades no financieras</i>	2,4	0,3	1,3	2,5	2,3	2,2
Préstamos	2,9	0,2	1,0	1,5	1,6	1,2
Otros neto (c)	0,3	-1,0	-1,2	-1,0	-0,7	-1,1
PRO MEMORIA:						
Inversión directa de España en el exterior	4,7	0,7	1,6	3,0	3,5	1,8
Inversión directa del exterior en España	4,8	0,6	1,8	2,2	2,4	1,9

FUENTE: Banco de España.

a Incluye operaciones *repo* bilaterales.

b Incluye las operaciones con cámaras de contrapartida central.

c Incorpora, además de otras partidas, la rúbrica de activos que recoge las reservas técnicas de seguro y el flujo neto de crédito comercial.

se redujo ligeramente en términos acumulados de doce meses. Por su parte, la inversión directa del exterior en España cayó 0,5 pp, hasta el 1,9% del PIB en términos anuales (0,9% del PIB en el tercer trimestre).

Las salidas de capital descendieron entre junio y septiembre de 2011, hasta alcanzar el 2,7% del PIB, si bien en términos acumulados de doce meses aumentaron hasta el 2,6%. Por instrumentos, la inversión neta de los residentes en valores de renta fija emitidos por el resto del mundo volvió a ser positiva, tras los registros negativos de los trimestres anteriores, mientras que pasó a observarse una desinversión en acciones y participaciones.

También se redujo la inversión directa de España en el exterior, que fue prácticamente nula, pasando a situarse en el 1,8 % del PIB en el período comprendido entre octubre de 2010 y septiembre de 2011.

Como consecuencia de la evolución de las entradas y salidas de capital y de las variaciones en el precio de los activos y el tipo de cambio, el valor de los pasivos netos acumulados por la economía española frente al resto del mundo equivalía al 91,9 % del PIB en septiembre de 2011, 0,4 pp menos que en junio (véase gráfico 28). Este descenso fue debido a la reducción del endeudamiento exterior neto del sector financiero (excluido el Banco de España) y las empresas frente a los no residentes, que compensó la disminución del saldo acreedor de los hogares y el incremento de la posición deudora de las AAPP. Por su parte, el saldo acreedor del Banco de España frente al resto del mundo se redujo 3,2 pp, hasta hacerse prácticamente nulo.

17.1.2012.

