

# INFORME TRIMESTRAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

## 1 Rasgos básicos

La economía española mostró en el primer trimestre del año un leve incremento del PIB, del 0,1% en términos de su tasa intertrimestral, tras seis trimestres consecutivos de descenso. Su tasa de variación interanual, que mide con algún desfase la situación coyuntural, se redujo un 1,3%, por el retroceso en la demanda nacional (2,4%), que fue parcialmente compensado por una aportación positiva de la demanda exterior neta equivalente a 1,2 puntos porcentuales (pp) del PIB.

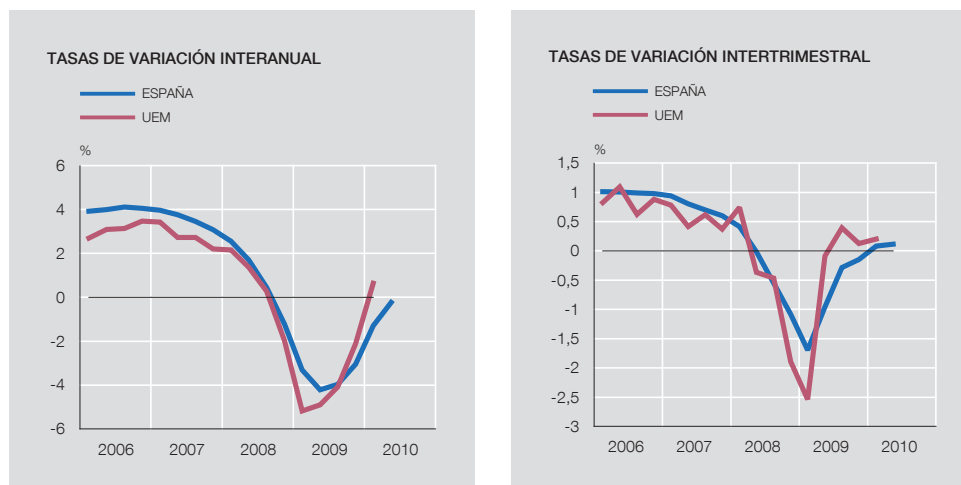
Durante el segundo trimestre la actividad mantuvo una pauta de recuperación similar a la del primero, en un entorno de acusada volatilidad en los mercados financieros y de crisis de confianza muy aguda, tras la propagación de los efectos de la crisis fiscal griega hacia otras economías europeas. En el ámbito doméstico, la evolución económica estuvo marcada, adicionalmente, por algunos elementos de naturaleza transitoria, como la inminente finalización de algunos programas de apoyo público al gasto y la subida del IVA programada para el 1 de julio, que contribuyeron a adelantar algunas decisiones de gasto de los agentes privados, o la erupción volcánica en Islandia, que tuvo efectos significativos sobre el tráfico aéreo. Por último, en el transcurso de estos meses, el Gobierno tomó importantes medidas de política económica en los ámbitos fiscal, laboral y financiero, cuyo contenido se detalla a lo largo de este informe<sup>1</sup>.

Con este trasfondo, las estimaciones realizadas a partir de la información coyuntural señalan que el producto habría mantenido un moderado crecimiento intertrimestral, del 0,2%, si bien, en términos interanuales, aún habría descendido un 0,2%. Por el lado del gasto, el retroceso de la demanda nacional se atenuó notablemente (-0,8% interanual), como consecuencia, sobre todo, del repunte del consumo privado, al tiempo que la aportación positiva de la demanda exterior neta se reducía hasta 0,6 pp del PIB. Desde el punto de vista de la oferta, todas las ramas de actividad mostraron un comportamiento algo más favorable, aunque con distinto grado de intensidad, al igual que el empleo, que recortó su ritmo de descenso interanual. Según la EPA, la ocupación cayó un 2,5% y la tasa de paro repuntó levemente, hasta el 20,1%, en un entorno de recuperación de la población activa. Por su parte, la tasa de variación interanual de los precios de consumo se elevó a lo largo del trimestre, hasta alcanzar el 1,5% en junio, como consecuencia, principalmente, del encarecimiento de la energía, de modo que la de la inflación subyacente se situó en el 0,4%. El indicador adelantado del IAPC correspondiente a julio mostró un repunte adicional, elevando la tasa interanual del IAPC hasta el 1,9%, por el impacto de la subida del IVA sobre los precios finales.

En el panorama económico internacional, el deterioro de la situación financiera en Europa desde finales de abril desembocó en una grave crisis de confianza que afectó con intensidad a varias economías de la UEM, en particular a aquellas que mostraban mayores vulnerabilidades debido al rápido deterioro de sus finanzas públicas o por la magnitud de los desequilibrios acumulados. En sus fases iniciales, las tensiones se focalizaron en los mercados de deuda soberana, pero, con posterioridad, se propagaron hacia los mercados bursátiles, cambiarios y de financiación mayorista del sistema bancario, en los que la pérdida de confianza generó un

---

1. Real Decreto-Ley 8/2010, de 20 de mayo, por el que se adoptan medidas extraordinarias para la reducción del déficit público; Real Decreto-Ley 10/2010, de 16 de junio, de medidas urgentes para la reforma del mercado de trabajo, y Real Decreto-Ley 11/2010, de 9 de junio, de órganos de gobierno y otros aspectos del régimen jurídico de las cajas de ahorros.



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

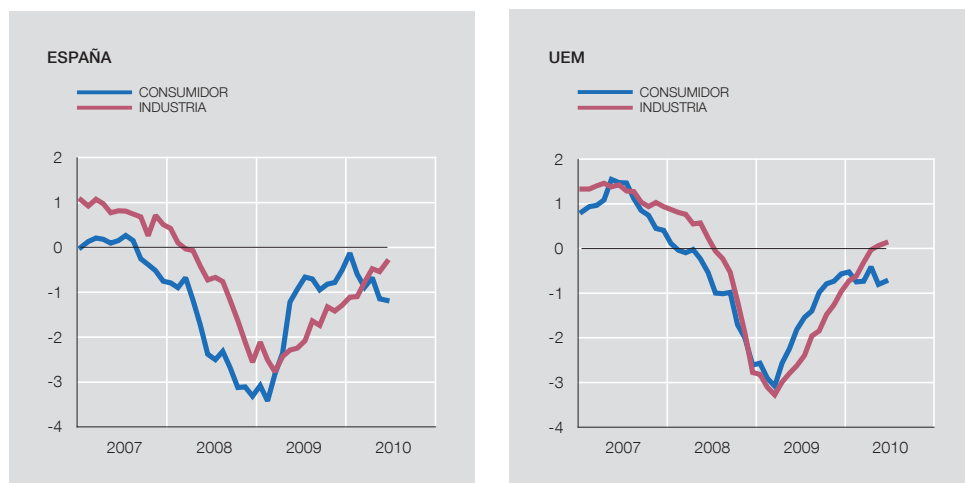
a. Series ajustadas de estacionalidad.

problema severo de falta de liquidez. La intensidad y la complejidad de este episodio, surgido casi tres años después de que se desencadenara la crisis financiera mundial, han revelado la existencia de importantes carencias en la gobernanza económica de la UEM y los riesgos que comporta la asunción de elevados déficits fiscales durante prolongadas fases de bajo crecimiento, como ha ocurrido en estos años.

Con todo, la incidencia de este nuevo brote de inestabilidad sobre la actividad económica internacional del segundo trimestre fue reducida. El proceso de reactivación económica mundial continuó liderado por los países de Asia emergente, si bien los países desarrollados registraron ritmos de crecimiento similares, en su conjunto, a los del período previo. Por su parte, la inflación permaneció en cotas moderadas, mientras que, en los países emergentes, las presiones inflacionistas fueron superiores y dieron lugar a un tensionamiento progresivo de la política monetaria en un número creciente de países.

Como consecuencia de estos acontecimientos, la economía mundial afronta los próximos trimestres en un entorno de mayor incertidumbre y los riesgos a la baja que rodean a las perspectivas de recuperación se han acentuado, sobre todo en la zona del euro. Solo el logro de avances profundos en la gobernanza europea, el éxito de los programas de consolidación fiscal emprendidos y la instrumentación de reformas ambiciosas permitirán aliviar de forma duradera las tensiones surgidas, consolidando la mejoría de las últimas semanas, y evitar la materialización de los riesgos a la baja.

Las autoridades económicas europeas reaccionaron de forma contundente frente a la gravedad de la situación y desplegaron una batería de medidas sin precedentes para salvaguardar la unidad y la integridad financiera del área. Al nivel del Consejo Europeo y del Consejo ECOFIN se acordó la instauración del Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera y la de la Facilidad Europea de Estabilidad financiera, diseñados para la resolución de crisis en la UEM y cuya activación estará sujeta a estrictos criterios de condicionalidad (véase recuadro 3). Adicionalmente, se consensuaron nuevas vías para fortalecer la gobernanza de la UE y de la zona del euro, que se irán desarrollando en los próximos meses en torno a tres líneas maestras: reforzamiento de los compromisos en materia de finanzas públicas, establecimiento de un nuevo procedimiento de vigilancia macroeconómica para evitar la acumulación de des-



FUENTE: Comisión Europea.

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

equilibrios y desarrollo de mecanismos de resolución de crisis. Por último, se tomaron medidas para fortalecer el sistema bancario europeo mediante la extensión de programas públicos de apoyo y se acordó la realización de pruebas de resistencia sobre las entidades bancarias, cuyos resultados se difundieron el pasado 23 de julio.

Al nivel del Eurosistema se adoptó, con carácter transitorio, el Programa para el Mercado de Valores, con el fin de normalizar el funcionamiento de los mercados de deuda pública y privada, cuyas distorsiones obstaculizaban la correcta transmisión de la política monetaria, y se restableció el apoyo a la liquidez, mediante la reactivación de las subastas a tipo fijo para las inyecciones de liquidez a tres meses y plena adjudicación, la introducción de una nueva subasta a seis meses y la reapertura de líneas de liquidez coordinadas en dólares. Por último, a nivel de los Gobiernos nacionales se reforzaron los planes de consolidación fiscal, con carácter inmediato en algunos países como Portugal y España y, algo más diferido, en Italia, Alemania y otros países de la zona del euro, donde los planes de austeridad comenzarán a aplicarse en 2011 (véase recuadro 4).

En este contexto se enmarcan las medidas que aprobó el Gobierno español el 20 de mayo y que entraron en vigor el pasado 1 de junio. Este conjunto de medidas adelanta a los años 2010 y 2011 una parte significativa del esfuerzo presupuestario previsto en la actualización del Programa de Estabilidad para el período 2010-2013 e introduce actuaciones adicionales de reducción del gasto, muchas de ellas de corte estructural, entre las que cabe destacar el descenso en la inversión y en la remuneración de los asalariados públicos a partir del 1 de junio de este año o la congelación de los salarios públicos y de las pensiones en 2011. En conjunto, este paquete fiscal supone un recorte del gasto de algo más de 15.000 millones de euros (alrededor del 1,5% del PIB) entre 2010 y 2011 (véase recuadro 1), de modo que la senda de recorte del déficit ha quedado establecida en el 9,3% del PIB en 2010, 6% en 2011, 4,4% en 2012 y 3% en 2013.

En el ámbito del mercado de trabajo, el Gobierno aprobó el 16 de junio una serie de disposiciones dirigidas a incentivar la contratación indefinida y a incrementar la flexibilidad interna de las empresas, que se encuentran en fase de tramitación parlamentaria. En el terreno financiero, el Banco de España prácticamente dio por concluida la reestructuración bancaria realizada a lo

Desde finales del año 2009 la política fiscal ha ido adquiriendo un tono restrictivo. Así, los Presupuestos Generales del Estado (PGE) para 2010 incorporaron subidas de impuestos y una cierta moderación de las pautas de gasto público en relación con la tendencia de los años anteriores. También los Presupuestos de las CCAA para 2010 comportaron una considerable moderación del gasto. En esta misma línea incidieron los objetivos plurianuales contenidos en la Actualización del Programa de Estabilidad (APE), publicados el 29 de enero de 2010, que fijaron una importante senda de consolidación presupuestaria hasta 2013. Desde la publicación de la APE, el Gobierno ha puesto en marcha dos paquetes de medidas que concretan parte del ajuste fiscal anunciado para los años 2010 y 2011.

Por una parte, el Gobierno aprobó en marzo de 2010 el llamado «Plan de Acción Inmediata», que recorta el gasto público en 5.000 millones de euros (un 0,5% del PIB) en 2010, afectando a las partidas de transferencias de capital, inversión pública, compras de bienes y servicios y subvenciones (véase cuadro adjunto). Además, se aprobó la reducción, sin excepciones, de la Oferta de Empleo Público en 2010 al 10% de la tasa de reposición, así como la decisión de no realizar ninguna nueva contratación de personal interino.

Por otra parte, el 20 de mayo el Gobierno aprobó el Real Decreto-Ley 8/2010, por el que se adoptan medidas extraordinarias para la reducción del déficit público. Se trata de un conjunto de medidas de gran calado, que, además, vinieron acompañadas de un adelantamiento de los planes de consolidación incorporados inicialmente en la APE, de manera que se anticipa a los años 2010 y 2011 parte del esfuerzo fiscal que inicialmente estaba previsto que se realizara en el año 2012, y se refuerza el compromiso con los nuevos objetivos presupuestarios. En consecuencia, los objetivos para el déficit de las AAPP quedarían establecidos en el 9,3% del PIB en 2010, 6% en

2011, 4,4% en 2012 y 3% en 2013 (frente al 9,8%, 7,5%, 5,3% y 3%, respectivamente). El paquete de mayo contiene un conjunto de medidas que, de aplicarse en su totalidad, supondrían un ahorro de algo más de 15.000 millones de euros (alrededor del 1,5% del PIB) en términos acumulados entre 2010 y 2011. Las principales partidas de gasto afectadas por los recortes son la remuneración de los empleados públicos, determinadas prestaciones sociales y la inversión pública. Asimismo, se incorpora un recorte del gasto corriente por parte de las CCAA.

Además de las medidas mencionadas con impacto en 2010 y 2011, el Gobierno estableció el 28 de mayo de 2010 el límite de gasto no financiero del Estado para 2011, que se determina en términos de caja y que, en términos homogéneos (excluyendo las transferencias del Fondo de Suficiencia a las CCAA), supondría una caída del 7,7% en el gasto no financiero del Estado con respecto al límite fijado en 2010. Este límite podría resultar en una reducción adicional del gasto público en el entorno del 1% del PIB en 2011, según las estimaciones de la Comisión Europea.

Las medidas tomadas son adecuadas y suponen un paso importante para la consecución de los objetivos presupuestarios fijados para 2010 y 2011. En primer lugar, porque se han instrumentado como recortes permanentes del gasto público. En esta línea, cabe mencionar que la composición del ajuste, centrada principalmente en el gasto corriente, es apropiada. En segundo lugar, porque suponen un adelanto de los objetivos fiscales inicialmente fijados en la APE, de forma que las dos terceras partes del ajuste se concentrarían en los dos primeros años de la senda de consolidación (2010 y 2011). En tercer lugar, porque la adopción rápida de las medidas ha permitido contrarrestar las expectativas adversas de los mercados financieros sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas en España que se

**MEDIDAS DE CONSOLIDACIÓN FISCAL**  
**Plan de Acción Inmediata y Medidas de 20.5.2010**

Millones de euros y porcentaje del PIB

	Millones de euros		Porcentajes del PIB	
	2010	2011	2010	2011
	1	2	3	4
PLAN DE ACCIÓN INMEDIATA (recorte en gastos)	5.000		0,48	
Compras de bienes y servicios	1.540		0,15	
Subvenciones	210		0,02	
Inversiones	850		0,08	
Transferencias de capital	2.400		0,23	
PAQUETE DE MEDIDAS DE 20.5.2010	5.250	10.000	0,50	0,94
Recorte en gastos de personal	2.300	2.200	0,22	0,21
Ahorro por congelación de pensiones		1.530		0,14
Ahorro en otras ayudas y gasto farmacéutico	825	2.200	0,08	0,21
Recorte de gastos en Administraciones Territoriales		1.200		0,11
Recorte adicional en inversiones	2.125	2.870	0,20	0,27
<b>TOTAL MEDIDAS DE CONSOLIDACIÓN FISCAL</b>	<b>10.250</b>	<b>10.000</b>	<b>0,98</b>	<b>0,94</b>

FUENTES: Gobierno de España y Banco de España.

observaron a lo largo del mes de mayo. Finalmente, las medidas aprobadas recientemente han permitido cumplir con los requisitos adquiridos en el marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, de manera que la valoración de la Comisión Europea emitida el 15 de junio ha sido positiva con respecto a los objetivos fijados en el horizonte de 2013 y el esfuerzo fiscal planteado para la corrección de la situación actual de déficit excesivo.

No obstante, el plan de consolidación fiscal está sujeto a riesgos apreciables. Por una parte, algunas de las medidas anunciadas tie-

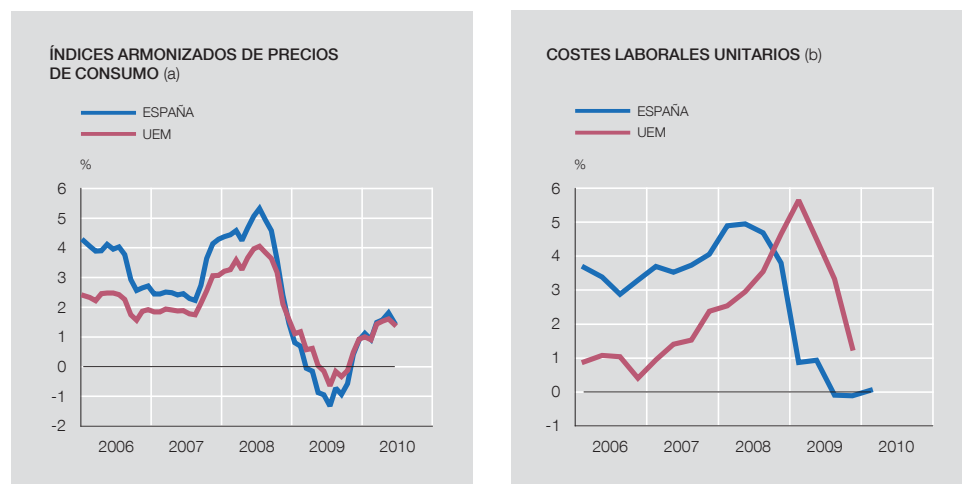
nen que ser todavía detalladas, en particular las relativas a la consecución del techo de gasto para 2011 y todas las que afectan a los recortes que deben implementar las Administraciones Territoriales, sobre todo para el año 2011. En este sentido, el Gobierno debe estar preparado para instrumentar medidas fiscales restrictivas adicionales si la consecución de los objetivos presupuestarios se viera en peligro. Así, el seguimiento de la ejecución presupuestaria y la rápida puesta en práctica de las medidas ya aprobadas resultan cruciales en la coyuntura actual, de manera que se garantice la credibilidad de la senda de ajuste en el medio plazo.

largo del último año a través del FROB y, para despejar las dudas que todavía rodeaban a algún segmento del mismo y que añadían elementos de desconfianza sobre la economía española, anunció su intención de publicar las pruebas de resistencia de todos los bancos y cajas españolas. Dicha iniciativa fue asumida en el ámbito europeo por el Consejo Europeo celebrado bajo presidencia española, y los resultados del ejercicio, armonizado por el Comité Europeo de Supervisores Bancarios, fueron publicados el 23 de julio. En el caso de las entidades bancarias españolas, las pruebas de resistencia han cubierto prácticamente la totalidad del sistema financiero y se han llevado a cabo con mayor detalle y un elevado grado de transparencia. Finalmente, se puso en marcha una reforma en profundidad de la regulación de las cajas de ahorros, que completa la reestructuración del sector y facilita la consolidación de una base de capital sólida en el mismo. La adopción de este conjunto de medidas y muy singularmente la publicación de los resultados de las pruebas de resistencia de las entidades financieras contribuyeron a que en las últimas semanas remitieran las tensiones en los mercados financieros de manera significativa.

El área del euro participó de las tendencias generales de reactivación, impulsada por la fortaleza del comercio mundial y, de modo transitorio, por un crecimiento de la inversión en construcción inusualmente elevado. La ausencia de tensiones inflacionistas a medio plazo en un contexto de recuperación económica débil determinó que el Consejo de Gobierno del BCE, en sus reuniones celebradas hasta agosto, mantuviera los tipos de interés oficiales inalterados. De este modo, el tipo de las operaciones principales de financiación se mantuvo en el 1%, nivel en el que permanece desde mayo de 2009, mientras que los tipos correspondientes a las facilidades de crédito y de depósito lo hicieron en cotas del 1,75% y el 0,25%, respectivamente.

Bajo estas circunstancias, el entorno exterior en el que se desarrolló la economía española continuó mejorando, si bien el episodio de inestabilidad mencionado afectó a las condiciones de financiación del sector privado, que se tornaron más restrictivas a lo largo del trimestre. En efecto: si bien los costes de financiación bancaria de los hogares y de las sociedades siguieron reduciéndose, en general, durante el segundo trimestre, tanto el coste para las empresas de las emisiones de valores a corto plazo como las primas de riesgo crediticio de las sociedades españolas negociadas en los mercados de derivados se elevaron. Por su parte, los criterios de concesión de préstamos bancarios habrían vuelto a endurecerse durante el mismo período.

No obstante, a lo largo del mes de julio se ha detectado una atenuación de las tensiones, observándose descensos apreciables en las primas de riesgo crediticio y en las rentabilidades negociadas en los mercados de bonos, de modo que el diferencial de tipos de interés de la deuda pública a diez años con la referencia alemana se situaba por debajo de los 150 puntos



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

a. Tasas de variación interanual.

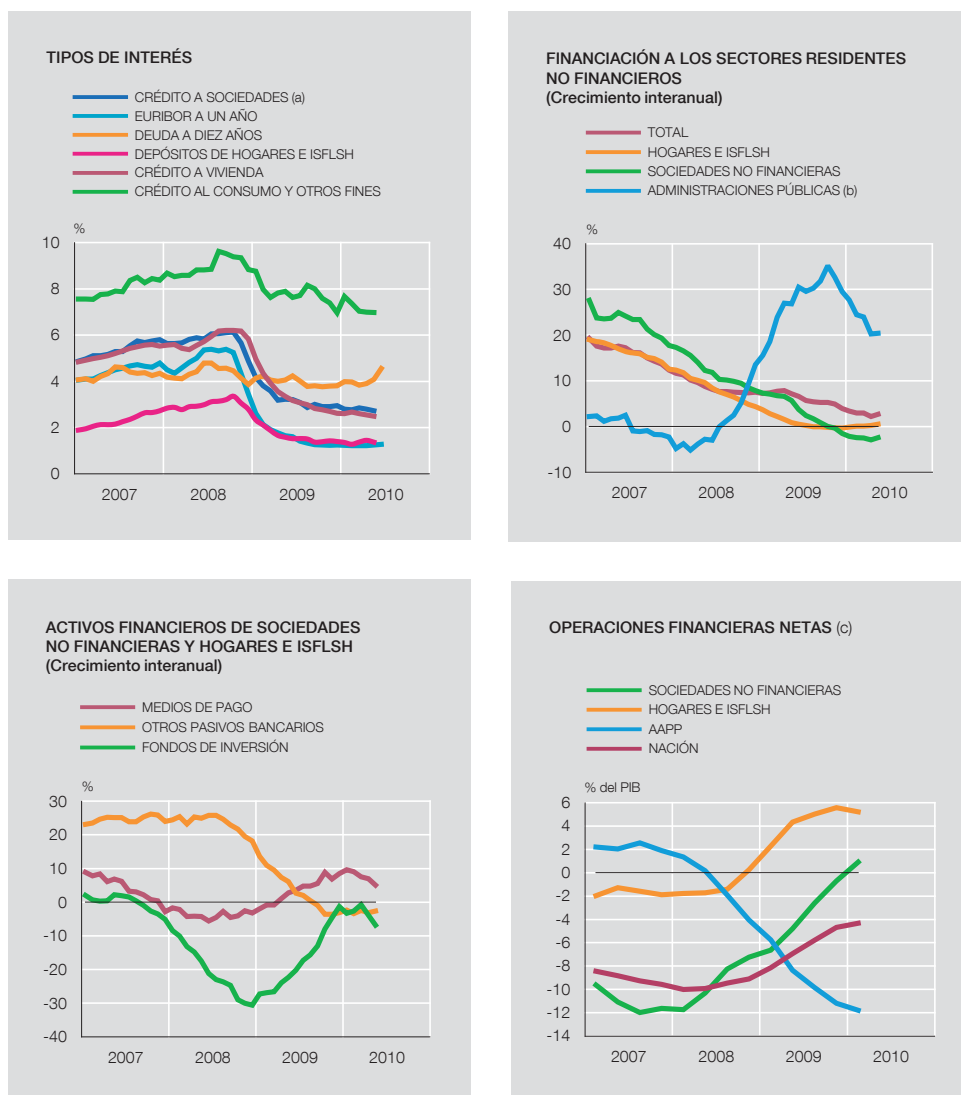
b. Por unidad de producto. Tasas de variación interanual calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad.

básicos (pb) a finales de julio (tras haber alcanzado niveles máximos de 220 pb a mediados del mes precedente), y el IBEX 35 perdía en relación con el cierre de marzo un 2,1%. Por otra parte, las subastas del Tesoro se resolvieron de manera favorable y se produjo el retorno al mercado de algunos emisores privados (véase recuadro 7). Con todo, las condiciones de financiación a las que se enfrentan las entidades de crédito, las empresas y las AAPP siguen siendo sustancialmente más restrictivas que las existentes en trimestres anteriores.

En las condiciones descritas, el gasto en consumo de los hogares mantuvo la tónica de recuperación de los meses previos, estimándose una tasa intertrimestral para el período abril-junio del 0,7%, que situaría la tasa de variación interanual en el 1,5%. Esta recuperación del gasto de las familias está suponiendo una cierta inflexión en la trayectoria de la tasa de ahorro, que se redujo ligeramente ya en el primer trimestre, tras casi dos años de aumentos sucesivos, situándose en el 18,5% de la renta disponible, con datos acumulados de cuatro trimestres.

La incidencia del plan de ayuda directa a la adquisición de automóviles continuó impulsando este componente del gasto, al igual que otros elementos con efectos transitorios, como el cese de las emisiones analógicas de televisión o el adelanto de compras ante la eventual subida del IVA, que alentaron la adquisición de otros bienes de consumo duradero. A medida que se vayan agotando estos efectos, el consumo podría atenuar su ritmo de avance, en un contexto de descenso de la renta disponible, como consecuencia del menor crecimiento de las rentas salariales y de la aportación más reducida de otras fuentes de renta, en particular de la proveniente de la actuación de las AAPP, que empieza a reflejar la retirada de algunos de los impulsos instrumentados durante la fase recesiva. El restablecimiento de la confianza y un panorama menos incierto sobre las perspectivas del mercado laboral, al hilo de la reforma laboral en marcha, serían ingredientes fundamentales de una recuperación sostenida del consumo.

La inversión residencial continuó inmersa en su trayectoria de ajuste, si bien su ritmo de descenso se atenuó ligeramente, estimándose un retroceso del 18% en términos de su tasa interanual. Al igual que había ocurrido en los meses iniciales del ejercicio, esta evolución fue compatible con una cierta estabilización de algunos indicadores de demanda de vivienda,



FUENTE: Banco de España.

a. 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.

b. Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.

c. Datos acumulados de cuatro trimestres.

como el número de transacciones o el de hipotecas, lo que podría vincularse a la mejora de los indicadores de accesibilidad, y también al adelanto en las decisiones de adquisición de inmuebles por los cambios previstos en la imposición indirecta o a la eliminación de las deducciones fiscales por compra de vivienda habitual a partir de enero de 2011. Posiblemente estos últimos factores han influido en la reciente ralentización del descenso de los precios de la vivienda, cuya tasa interanual se situó en el segundo trimestre de este año en el -3,7%.

La contención del gasto de los hogares sigue propiciando una mejoría en su capacidad de financiación, que se situó en el 7,4% del PIB en el primer trimestre, en tasa acumulada de cuatro trimestres, lo que resulta coherente con un ligero aumento del saldo del crédito a hogares, que creció un 0,5% interanual en mayo, como resultado de un moderado incremento de la financiación para adquisición de vivienda (0,9%) y de un pequeño retroceso de la otorgada para consumo y otros fines.



A pesar del comportamiento más expansivo de algunos componentes de la demanda interna y de la recuperación de las exportaciones, la inversión empresarial mantuvo un perfil contractivo, aunque algo más atenuado, en un entorno de acusada incertidumbre sobre las condiciones de acceso a la financiación, de exceso de capacidad acumulada y de necesidad de desapalancamiento de algunos sectores empresariales. Con todo, la tasa interanual de la inversión en bienes de equipo podría haber recuperado tasas de variación positivas en términos interanuales, en el entorno del 2%, reflejando el impacto expansivo del plan de estímulo a la adquisición de vehículos industriales desde su entrada en vigor en junio del año pasado. El componente de inversión no residencial tuvo un comportamiento algo más negativo, pues se vio afectado adicionalmente por el impacto de los recortes en la inversión en infraestructuras, la finalización de las obras realizadas bajo el Fondo Estatal de Inversión Local y el posible retraso en el inicio de los proyectos que se van a ejecutar con cargo al Fondo Estatal para el Empleo y la Sostenibilidad Ambiental, dotado con un importe inferior al de aquel.

El retroceso de la inversión y la mejora del ahorro de las sociedades no financieras, a través del intenso descenso de los pagos por intereses, moderaron notablemente la necesidad de financiación de este sector, situándola en el 1,2% del PIB en el primer trimestre de 2010, con datos acumulados de cuatro trimestres. En paralelo, la deuda del sector empresarial prosiguió su senda de descenso a un ritmo del 2% interanual, con datos del mes de mayo. En este contexto, el retorno a una situación de normalidad en los mercados financieros es imprescindible para la recuperación de este componente de la demanda.

En el ámbito de actuación de las AAPP, los planes de consolidación fiscal han comenzado a frenar el impulso expansivo del sector público sobre la demanda agregada, si bien su reflejo sobre las cuentas públicas es todavía incipiente. En el caso de la Administración central, la información disponible relativa al segundo trimestre aporta algunos signos de mejoría del déficit del Estado, por la reducción de los gastos de personal y el repunte de la recaudación presupuestaria.

En lo que se refiere a los intercambios con el exterior, la aportación positiva de la demanda exterior neta en el segundo trimestre (0,6 pp del PIB) siguió mitigando el retroceso del gasto sobre la actividad, aunque en menor medida que en trimestres anteriores. La recuperación de la actividad y del comercio mundial y el comportamiento más favorable de la competitividad en términos de los precios relativos con nuestros competidores contribuyeron a impulsar un intenso avance de las exportaciones. Este desarrollo estuvo acompañado de un comportamiento muy expansivo de las importaciones de bienes, en parte vinculado al propio repunte de las exportaciones, pero también a cierta mejora de la actividad industrial y a la recuperación de algunos componentes de la demanda interna, como es la adquisición de bienes duraderos, que podría estar motivada por los factores de naturaleza temporal ya citados. Cuando expiren estos factores cabría prever un comportamiento menos dinámico de las importaciones, de modo que la demanda exterior neta podría recuperar un mayor protagonismo en su contribución al crecimiento, basado en el avance de las exportaciones. Para asegurar este resultado es necesario perseverar en la consolidación de las mejoras en la competitividad que se han ido alcanzando en el ámbito de los costes y los precios en estos últimos trimestres y afianzarlas con ganancias genuinas de productividad.

Por su parte, el comercio de servicios mantuvo la tónica de recuperación del primer trimestre, con una evolución relativamente favorable del turismo, a pesar de los efectos de las cancelaciones de vuelos en abril y mayo provocadas por la erupción volcánica en Islandia (véase recuadro 5). Como resultado de esta evolución, las necesidades de financiación de la nación prolongaron su trayectoria de corrección en el segundo trimestre, después de haberse situa-

do en el 4,3% del PIB en el período de enero-marzo, con datos acumulados de cuatro trimestres.

Por el lado de la oferta, el valor añadido de la economía de mercado volvió a suavizar su ritmo de retroceso interanual, al igual que lo hizo el empleo. Esta evolución habría sido compatible con un leve repunte de la productividad, que se habría cifrado en el 2,5% para el conjunto de la economía. En comparación con el trimestre anterior, tanto el valor añadido de los servicios de mercado como la actividad industrial habrían mostrado crecimientos positivos, aunque en este último caso habría continuado el proceso de destrucción de puestos de trabajo, a diferencia de ocurrido en los servicios, donde, por segundo trimestre consecutivo, la ocupación repuntó moderadamente. La actividad en la construcción mostró un comportamiento similar al del trimestre precedente, con descensos más acusados tanto en el valor añadido como en el empleo, como consecuencia del comportamiento más contractivo del segmento de edificación no residencial, por las razones ya apuntadas.

La información más reciente sobre la evolución de los costes laborales muestra que en el segundo trimestre se habría intensificado el proceso de moderación salarial que se observó a principios del ejercicio. Los convenios salariales acordados hasta junio reflejan un impacto medio de las tarifas del 1,3%. En conjunto, se estima un aumento de la remuneración por asalariado de la economía de mercado en el segundo trimestre, en el entorno del 1%, lo que, en combinación con el comportamiento todavía relativamente expansivo de la productividad, habría propiciado un descenso de los costes laborales por unidad de producto, singularmente acusado en la industria.

Cabe prever que el proceso de moderación salarial se prolongue en lo que resta de año, a medida que los resultados de la negociación vayan incorporando los convenios de nueva firma, todavía en un número muy reducido, pero que incorporan incrementos salariales en el entorno del 1%, inferiores a los de los convenios plurianuales (1,4%). Asimismo, las medidas que se han tomado en relación con el recorte de los salarios públicos podrían ejercer un cierto efecto demostración sobre los salarios privados. La utilización de las vías para facilitar el descuelgue salarial de las empresas con dificultades que proporciona la reforma del mercado laboral en marcha también podría redundar en beneficio de esto mismo.

Por último, la inflación repuntó en el segundo trimestre hasta alcanzar el 1,6% en el promedio del trimestre (1,2% en el período de enero-marzo), lo que se explica fundamentalmente por los incrementos en los precios de los productos energéticos en relación con los de un año antes, cuando registraron avances acusadamente bajos. La inflación subyacente permaneció en cotas moderadas, con un ritmo de avance del IPSEBENE del 0,2% en el conjunto del trimestre, similar al del período previo, al igual que el diferencial de precios con la UEM, que se mantuvo en 0,1 pp. En conjunto, las presiones de precios se mantienen contenidas en línea con la relativa debilidad de la recuperación del gasto interno. Cabe prever que este factor atenúe el grado de traslación de la subida del IVA hacia los precios finales, sobre todo en aquellos casos en los que el impacto de los cambios en la imposición indirecta en el pasado fue mayor (energía y servicios). Esta pauta es decisiva para consolidar las ganancias de competitividad que empiezan a producirse.

En resumen, la consolidación de la recuperación que ha iniciado la economía española, con tasas de crecimiento que seguirán siendo débiles todavía durante algunos trimestres más, requiere, en todo caso, una pronta y firme instrumentación de los planes de consolidación fiscal comprometidos y de las reformas estructurales aprobadas o anunciadas que tienen una importancia capital para restablecer la confianza e impulsar el crecimiento a largo plazo.

## 2 Entorno exterior del área del euro

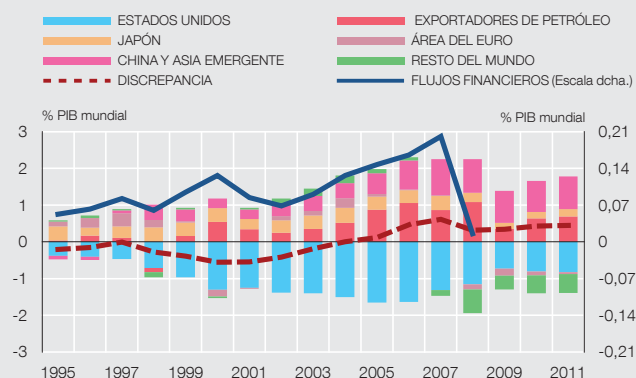
En el segundo trimestre del año, la recuperación de los mercados financieros internacionales se vio interrumpida por el impacto de los problemas fiscales en el área del euro, que generaron un fuerte aumento de la volatilidad, una mayor aversión global al riesgo y huidas de los inversores hacia activos seguros. Pese a esta inestabilidad en los mercados, los indicadores de actividad publicados apuntan al mantenimiento del vigor en la recuperación de la economía mundial en este período, aunque probablemente a tasas inferiores a las del trimestre precedente y con notables divergencias entre las economías desarrolladas, que se recuperan a menor ritmo, y las emergentes, mucho más dinámicas. En cualquier caso, el posible impacto sobre la actividad de los problemas fiscales y financieros en Europa coincide con el momento en el que la demanda privada de las economías desarrolladas debería tomar el relevo de los estímulos fiscales y del incremento de existencias como motor de la recuperación, lo que añade incertidumbre sobre la fortaleza de la recuperación económica. La reciente evolución desfavorable del mercado laboral y del mercado de la vivienda en Estados Unidos y la pérdida de impulso de las encuestas empresariales en numerosos países sugieren una cierta moderación del ritmo de crecimiento en el segundo semestre del año; en el caso de las economías emergentes, la desaceleración podría venir inducida por el propio endurecimiento del tono de las políticas monetarias en esos países. Los acontecimientos recientes han condicionado, además, las estrategias de salida de las políticas económicas: en particular, han precipitado el inicio del proceso de consolidación fiscal en algunos países, sobre todo en Europa, y han retrasado las expectativas de subida de tipos de interés oficiales en las economías avanzadas. Todos estos elementos configuran unas perspectivas más inciertas y con mayores riesgos a la baja para la economía mundial en los próximos trimestres, que también pueden afectar a la evolución de los desequilibrios globales, como se analiza en el recuadro 2.

El comportamiento de los *mercados financieros internacionales* durante el segundo trimestre vino caracterizado por un acusado aumento de la inestabilidad, que ha tendido a amortiguarse en el mes de julio. Al principio del trimestre, las incertidumbres en torno a la situación fiscal en el área del euro afectaron únicamente a ese mercado, pero paulatinamente adquirieron una dimensión global. En ese contexto, los títulos de deuda pública de países como Estados Unidos o el Reino Unido, pero también de Alemania, actuaron como activos refugio, recogiendo descensos en las rentabilidades de largo plazo. Esta inestabilidad se exacerbó por la mayor incertidumbre sobre el vigor de la recuperación en economías como Estados Unidos y China, y se transmitió a los mercados interbancarios, particularmente a las operaciones denominadas en dólares, y a los índices bursátiles, que registraron claros retrocesos y un aumento de la volatilidad. Las emisiones de renta fija del sector privado disminuyeron significativamente —especialmente las de entidades financieras—, en contraste con el dinamismo que habían presentado a comienzos de año. Las autoridades económicas adoptaron diversas medidas para hacer frente a la inestabilidad financiera, entre las que destaca, fuera del área del euro, la reactivación de las líneas de *swaps* en moneda extranjera. En los mercados cambiarios, el dólar se apreció en el conjunto del trimestre frente a las principales monedas, tanto de economías desarrolladas como emergentes —con la excepción del yen, que registró una mayor fortaleza—, si bien en julio esta tendencia se ha revertido parcialmente. También cabe destacar la flexibilización del régimen cambiario chino, que abandonó la paridad con el dólar a mediados de junio, aunque la apreciación del yuan frente a esta divisa ha sido inferior al 1%. Finalmente, los mercados financieros de las economías emergentes se movieron en línea con los de las desarrolladas, lo que se tradujo en una ampliación de los diferenciales soberanos, aunque, de nuevo, en las últimas semanas los indicadores han mostrado una sensible mejoría.

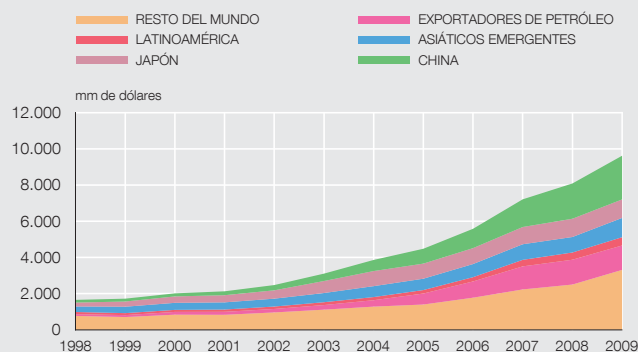
Los desequilibrios globales eran considerados uno de los factores de mayor riesgo para la economía mundial en los años previos a la crisis. En general, se pensaba que no eran sostenibles a medio plazo y se temía que su corrección pudiera producirse de un modo desordenado, generando una elevada inestabilidad financiera. Los desequilibrios globales se asocian a la existencia de elevados y persistentes déficits por cuenta corriente en determinados países, en particular Estados Unidos, que tienen como contrapartida superávits muy amplios en un conjunto diverso de países, en particular China, otras economías emergentes asiáticas y los exportadores de materias primas (véase gráfico 1). Así, el valor absoluto de los saldos por cuenta corriente, que suponía menos del 1% del PIB mundial a mediados de los años noventa, alcanzó el 5% en el año 2008. La contribución de los desequilibrios globales a la crisis aún es un aspecto controvertido. Aunque no fueron el factor desencadenante, sí se considera que reforzaron los excesos financieros que abocaron a la crisis. En cualquier caso, el ajuste económico y financiero tras la crisis ha supuesto una notable corrección de estos desequilibrios, que en gran parte puede resultar transitoria. A continuación, se exponen los principales determinantes de los desequilibrios globales, se describe el impacto de la crisis económica sobre su ajuste y se evalúa su posible evolución a medio plazo.

El desarrollo y persistencia de los desequilibrios globales antes de la crisis fue el resultado de un conjunto amplio de factores, tanto reales como financieros, y de decisiones de política económica, que concurrieron a lo largo de esos años en la economía mundial. En primer lugar, la creciente dispersión de los saldos de balanzas por cuenta corriente coincidió con un fuerte incremento de los flujos financieros entre países, como se observa en el gráfico 1, en una fase de intensa globalización financiera. La ampliación de las necesidades de financiación exterior reflejó la evolución divergente de las tasas de ahorro e inversión en los distintos países. Así, en Estados Unidos, cuyo déficit por cuenta corriente llegó a alcanzar el 6% del PIB —y un 1,6% del PIB mundial— en 2006, la ampliación de la brecha negativa entre inversión y ahorro en los últimos años se debió a la paulatina caída del ahorro privado —asociada a un patrón de crecimiento caracterizado por el elevado dinamismo del consumo—, que vino acompañada de un deterioro del déficit público (véase gráfico 3). La principal contrapartida fue el importante superávit por cuenta corriente en China y las economías asiáticas emergentes —que llegó al 1% del PIB mundial en 2007—, reflejo de una tasa de ahorro muy alta y creciente, no igualada por el dinamismo de la inversión (véase gráfico 4). Más recientemente, en los años 2007 y 2008, los elevados precios del petróleo y otras materias primas contribuyeron a ampliar notablemente los superávits por cuenta corriente de los países exportadores

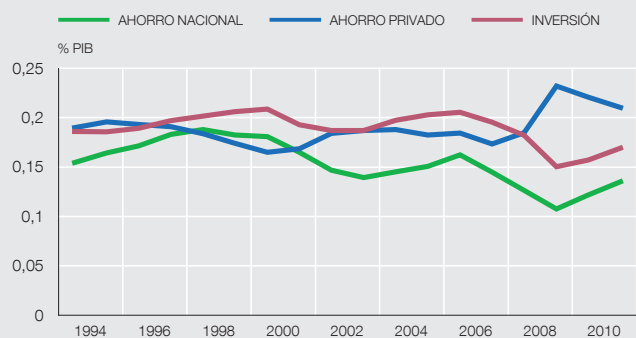
1 CUENTAS CORRIENTES Y FLUJOS FINANCIEROS BRUTOS (a)



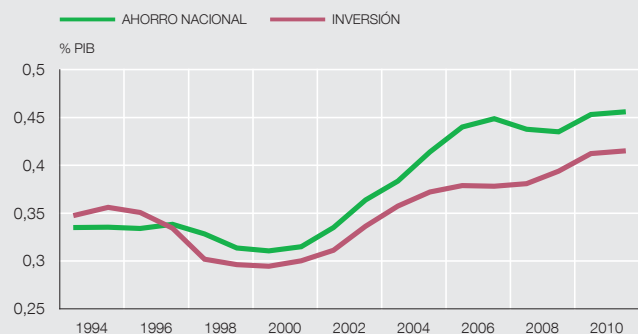
2 RESERVAS INTERNACIONALES



3 TASA DE AHORRO E INVERSIÓN EN ESTADOS UNIDOS. PORCENTAJE DEL PIB (a) (b)



4 TASA DE AHORRO E INVERSIÓN EN ASIA EMERGENTE. PORCENTAJE DEL PIB (a) (b)



FUENTES: World Economic Outlook (abril de 2010) e International Financial Statistics.

a. Años 2010 y 2011. Previsión WEO.

b. Ahorro nacional es la suma de ahorro público y ahorro privado.

de estos productos, que alcanzaron el 1,1% del PIB mundial en 2008, produciendo un deterioro paralelo del saldo exterior de los países importadores.

La persistencia de los desequilibrios globales se vio favorecida por determinadas políticas económicas. En las economías emergentes, se produjo una acumulación de reservas (véase gráfico 2), en parte derivada de motivos precautorios, pero también —muy especialmente en el caso de China— por el deseo de mantener la estabilidad del tipo de cambio y preservar un modelo de crecimiento basado en las exportaciones. Muchos países exportadores de petróleo también adoptaron políticas de tipo de cambio fijo, aunque la acumulación de activos exteriores en estos casos se materializó a través de fondos de riqueza soberana. De este modo, un notable conjunto de países emergentes canalizaron su financiación exterior hacia los países deficitarios, en especial Estados Unidos, a través de inversiones de titularidad pública.

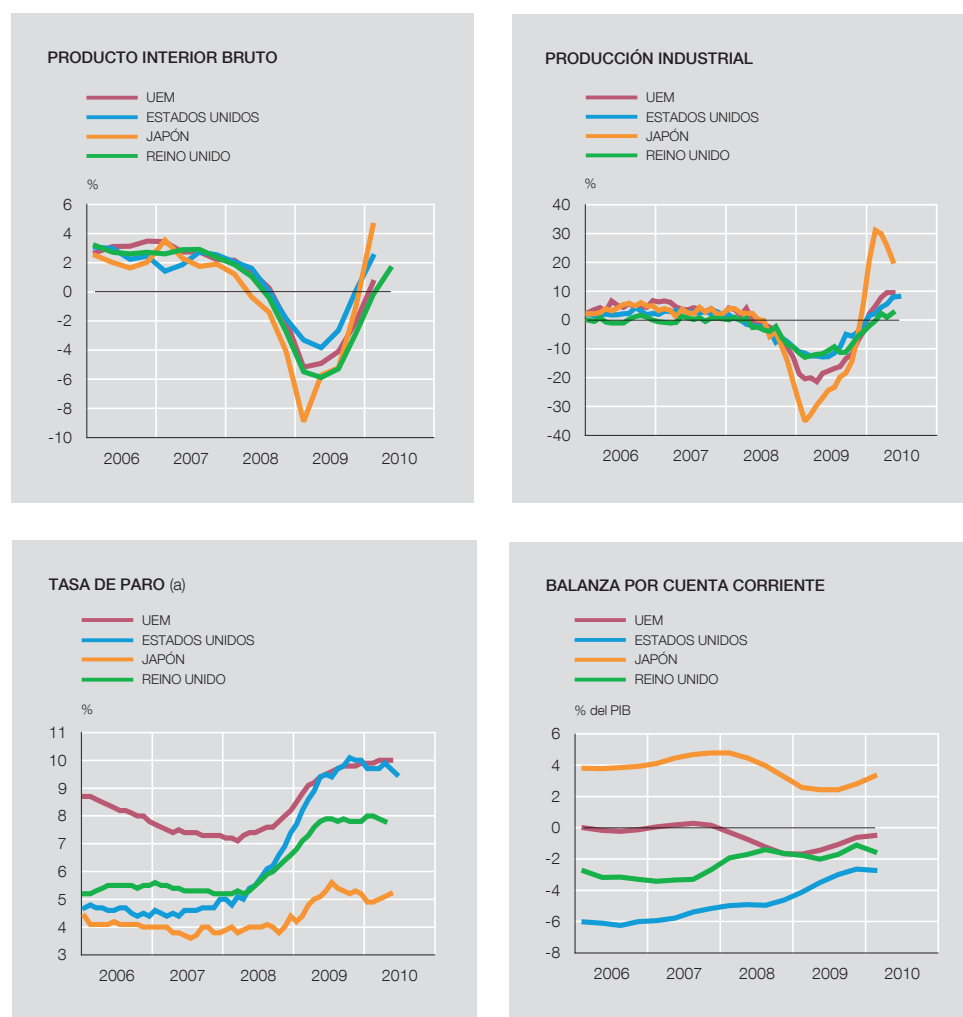
La crisis económica y financiera ha propiciado una corrección parcial de los desequilibrios globales, que pasaron a representar algo más del 3% del PIB mundial en 2009, 2 pp menos que el año anterior, pero todavía 2 pp más que a mediados de los años noventa. El fuerte desplome de la demanda mundial y de los flujos comerciales, así como del precio de las materias primas, fueron los principales factores de ajuste. En Estados Unidos, donde la corrección había comenzado antes de la crisis, el déficit exterior se redujo hasta el 2,6% de su PIB en 2009 (un 0,65% del PIB mundial), mientras que en los países exportadores de petróleo el superávit se redujo en un 70%, hasta representar solo el 0,3% del PIB mundial; en China, la reducción fue menor, de un 30%, de manera que su superávit supuso el 0,5% del PIB mundial. Desde una perspectiva más financiera, durante la crisis se produjo un retraimiento de los flujos internacionales de capital (característico de las crisis financieras) y una caída de la inversión y un significativo incremento del ahorro privado en las economías desarrolladas, que fue más que compensado por el fuerte incremento del desahorro público en la mayoría de estas economías.

Algunos de los factores que explican la disminución de los desequilibrios globales están asociados a la fuerte contracción económica y comercial, por lo que se espera un cierto aumento de los desequilibrios con la recuperación y la previsible reactivación de los flujos de capitales. En todo caso, no es probable que retornen a niveles tan elevados como antes de la crisis. Así, no cabe esperar que la demanda privada interna en las economías desarrolladas alcance un dinamismo semejante al de antes de la crisis. De hecho, se ha producido un notable aumento de la tasa de ahorro privado en Estados Unidos (véase gráfico 3) y otros países, como respuesta al fuerte endeudamiento previo, y los elevados déficits públicos acumulados durante la crisis impondrán un sesgo restrictivo a medio plazo sobre las economías desarrolladas. Tampoco es probable que los precios del petróleo y de otras materias primas recuperen los niveles previos a la crisis. Por otro lado, sin embargo, la crisis financiera puede haber reforzado la estrategia de acumulación de reservas por motivos precautorios, un factor que podría tender a ampliar los desequilibrios. El posible impacto de los recientes problemas fiscales en el área del euro es difícil de determinar. Si tuvieran un efecto significativo sobre su demanda externa y de materias primas, ello ralentizaría la ampliación de los superávits en los países que los mantienen, mientras que la depreciación del euro frente al dólar puede afectar negativamente al déficit por cuenta corriente de este país. Por último, hay dudas de que la tímida flexibilización del tipo de cambio en China modifique sustancialmente la política cambiaria y apoye la corrección del amplio superávit exterior de ese país.

En definitiva, cabe esperar que los desequilibrios globales se amplíen en la fase de recuperación, aunque a menor escala que antes de la crisis. Hay que señalar, además, que los desequilibrios son ahora de naturaleza sustancialmente diferente: los países con superávit han pasado de financiar un proceso de intenso endeudamiento privado en los países deficitarios a cubrir las elevadas necesidades de financiación de sus sectores públicos, que absorberán una notable cantidad de recursos financieros durante un período prolongado de tiempo.

Por su parte, los precios de las materias primas experimentaron una corrección, como consecuencia del episodio de turbulencia financiera de mayo y de la mayor incertidumbre sobre la evolución de la demanda mundial, aunque recientemente también han recuperado parte de las caídas. El barril de petróleo tipo Brent cotiza actualmente en el entorno de 75 dólares/barril, 10 dólares menos que a finales de abril.

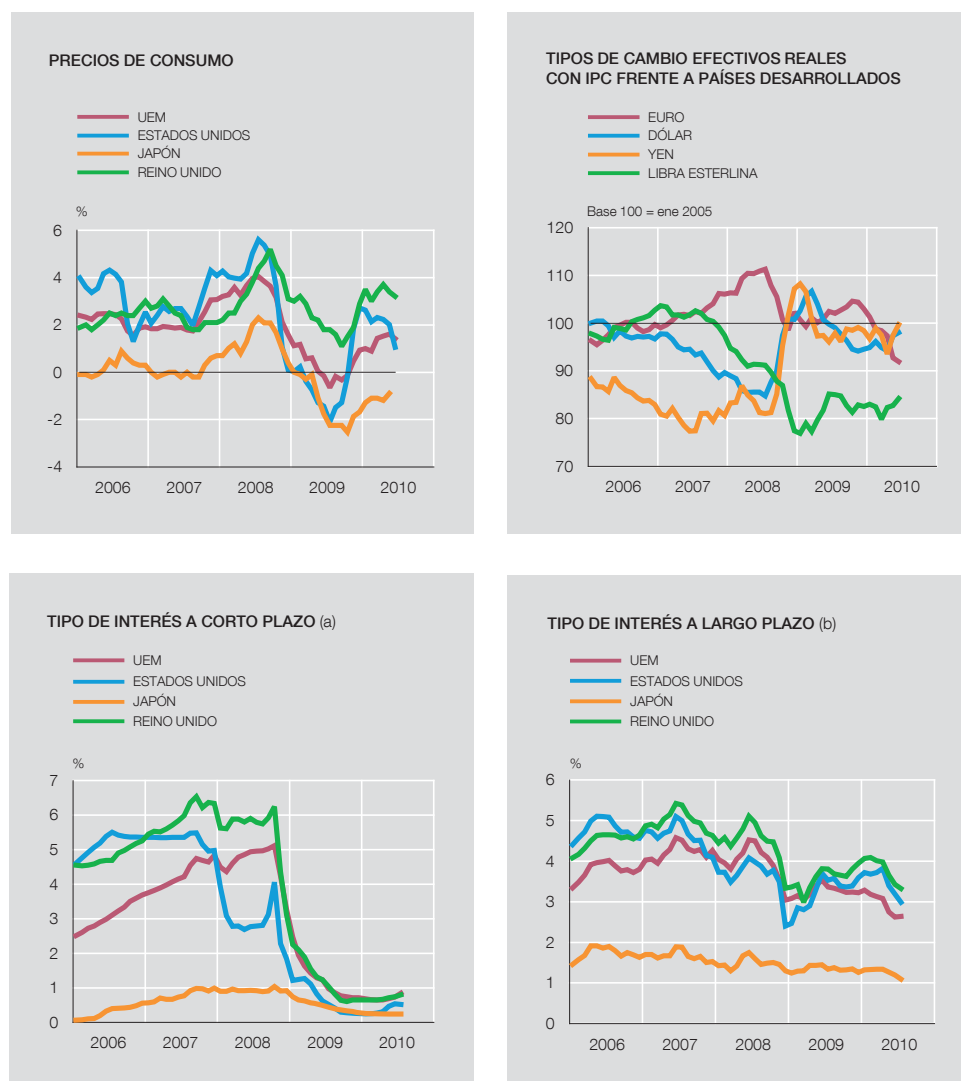
En *Estados Unidos*, el avance del PIB del segundo trimestre mostró un crecimiento del 0,6% trimestral (3,2% interanual), gracias a la contribución positiva de la inversión (incluida la residencial), el consumo privado y el gasto público, y a pesar de la menor contribución de las existencias y la fuerte aportación negativa de la demanda externa. El dato supone una desaceleración del crecimiento de tres décimas respecto al primer trimestre. Los indicadores más recientes avivan las dudas sobre la fortaleza de la recuperación, dada la debilidad de los datos de consumo privado, de empleo y del mercado inmobiliario residencial.



FUENTES: Banco de España, estadísticas nacionales y Eurostat.

a. Porcentaje de la población activa.

Las ventas al por menor descendieron en mayo y junio, al tiempo que el sentimiento del consumidor se desplomó a primeros de julio. Los datos de empleo de mayo y junio, una vez descontadas las contrataciones para elaborar el censo, fueron muy decepcionantes, a pesar de la disminución en dos décimas de la tasa de paro, hasta el 9,5%, que se debió a la reducción de la fuerza laboral por efecto desánimo. Por su parte, el mercado inmobiliario residencial experimentó una recaída durante el segundo trimestre, al desaparecer las ayudas fiscales para la compra de vivienda a finales de abril, con nuevos descensos en viviendas iniciadas y ventas de viviendas. Por el lado de los precios de consumo, la tasa de inflación disminuyó nueve décimas en junio, hasta el 1,1% interanual, mientras que la subyacente se mantuvo en el 0,9%. En este contexto, en su reunión de junio, la Reserva Federal dejó inalterado el tipo de interés oficial —entre el 0% y el 0,25%— y reiteró que lo mantendrá en niveles reducidos por un tiempo prolongado, en función de la evolución de la economía. Las previsiones del FOMC revisan a la baja el crecimiento esperado en 2010 y aumentan la tasa de desempleo prevista para 2011 y 2012. Por último, cabe destacar la aprobación definitiva de la Reforma Financiera, que modifica sustancialmente el aparato regulatorio y supervisor de las entidades financieras y los mercados de capitales, aunque aún está pendiente de desarrollo buena parte de su contenido.

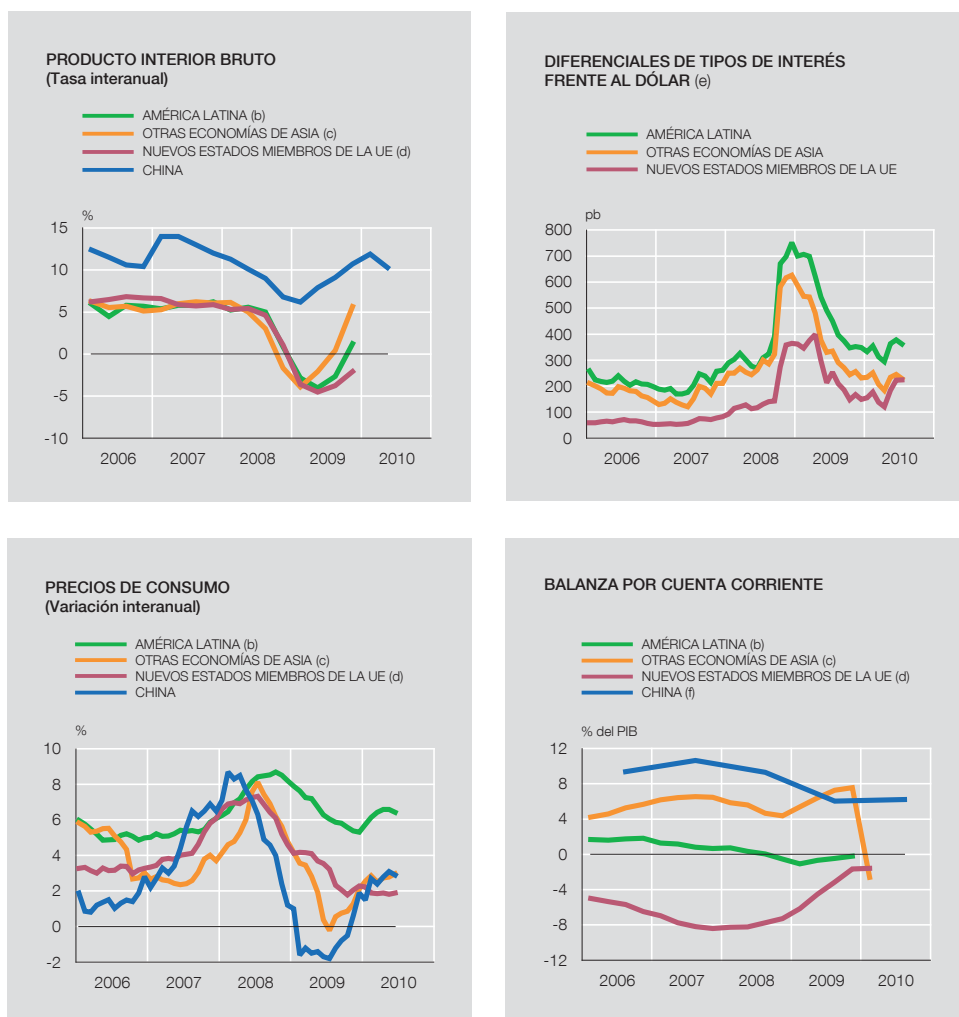


FUENTE: Banco de España.

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

En *Japón*, el PIB del primer trimestre creció un 1,2% trimestral, ligeramente por encima del 0,9% del trimestre anterior, elevando el crecimiento interanual hasta el 4,6%. La expansión se sustentó en el empuje de las exportaciones y la acumulación de existencias, mientras que el consumo se moderó. Los indicadores de actividad apuntan a una desaceleración en el segundo trimestre, debido a una menor fortaleza de las exportaciones y a la progresiva desaparición de los estímulos fiscales, pese a que los indicadores de confianza continúan mostrando señales positivas. En cuanto al sector exterior, el superávit de la balanza comercial se redujo en mayo, como consecuencia de la apreciación del yen. El mercado laboral registró un deterioro durante el trimestre y la tasa de paro subió tres décimas, hasta el 5,3% en junio. Por otra parte, los precios de consumo continuaron cayendo en términos interanuales, hasta el -0,7% en junio, cuatro décimas menos que al final del primer trimestre. En este contexto, el Banco de Japón mantuvo el tipo de interés oficial en el 0,1%, y aprobó una nueva facilidad temporal para estimular la concesión de crédito bancario a proyectos orientados a aumentar el crecimiento potencial de la economía. Finalmente, el nuevo Gobierno anunció un programa de consolidación fiscal, con el objetivo de limitar la emisión de deuda pública y de alcanzar el equilibrio presupuestario en diez años, si bien no se han concretado los detalles.





FUENTES: Estadísticas nacionales y JP Morgan.

- 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.
- Argentina, Brasil, Chile, México, Colombia, Venezuela y Perú.
- Malasia, Corea, Indonesia, Tailandia, Hong Kong, Singapur, Filipinas y Taiwán.
- Polonia, Hungría, República Checa, Eslovaquia, Estonia, Letonia, Lituania, Bulgaria y Rumanía.
- Diferenciales del EMBI de JP Morgan. Los datos de los nuevos Estados miembros de la UE corresponden a Hungría y Polonia. El agregado de Asia no incluye a China.
- Datos anuales.

En el *Reino Unido*, la estimación final del PIB del primer trimestre del año situó el crecimiento en el 0,3% trimestral (-0,2% interanual), aunque el avance del PIB del segundo trimestre apunta una significativa aceleración, con un crecimiento del 1,1% trimestral. Esta cifra es superior a lo esperado, dado que los indicadores recientes de producción, sentimiento empresarial y consumo han mostrado cierta atonía, mientras el sector exterior apuntaba síntomas de debilidad. El mercado laboral no registró cambios significativos, si bien la tasa de paro se redujo ligeramente, hasta el 7,8% en junio. En el mercado inmobiliario, se observó una moderación de los precios en junio, probablemente inducida por la desaceleración de la demanda y el sólido crecimiento de la oferta. Por su parte, la inflación disminuyó dos décimas en junio, hasta el 3,2%, después del repunte de los primeros meses del año, debido, en parte, a factores temporales como la subida del IVA. En este contexto, el Banco de Inglaterra mantuvo inalterado el tipo de interés oficial en el 0,5%, sin realizar tampoco nuevas ampliaciones del programa de compra de activos. Finalmente, el nuevo Gobierno presentó un presupuesto que



contempla un ajuste fiscal de 8 pp del PIB en los próximos cinco años, y una propuesta de reforma financiera, en la que el banco central adquiere más competencias en el ámbito de la regulación macro-prudencial y la Financial Services Authority (FSA) desaparece.

En los *nuevos Estados miembros* de la Unión Europea no pertenecientes al área del euro, el PIB creció un 0,5% interanual en el primer trimestre, tras cuatro trimestres consecutivos de descenso, impulsado por la exportación, salvo en Polonia, donde el crecimiento se apoyó en el consumo privado. No obstante, se observan notables diferencias en la evolución por países, con crecimientos del PIB en Polonia, Hungría y la República Checa, y caídas, aunque más moderadas, en los restantes países. Los indicadores del segundo trimestre apoyan una recuperación gradual de la producción industrial, al tiempo que afloran signos de reactivación del consumo privado en algunos países. En cuanto al sector exterior, la mayoría de países registraron superávits por cuenta corriente, gracias al buen comportamiento de la balanza comercial. A lo largo del trimestre, la inflación se mantuvo en tasas moderadas y, en junio, se situó en el 2,7% interanual, en el promedio de la región. Los tipos de interés oficiales permanecieron estables, salvo en la República Checa, donde se redujeron por sorpresa a primeros de mayo, hasta el 0,75%. Finalmente, en el ámbito institucional, el 13 de julio el ECOFIN aprobó la adopción del euro por parte de Estonia, que se producirá el 1 de enero de 2011, con un tipo de conversión de 15,6466 coronas por euro, la paridad central vigente de su *currency board* dentro del Mecanismo de Tipos de Cambio II.

En *China*, el PIB creció un 10,3% interanual en el segundo trimestre, lo que supone una moderación respecto al 11,9% del primero. Esta desaceleración se ha producido, en parte, por las medidas orientadas a moderar el excesivo dinamismo del mercado inmobiliario y la inversión de los Gobiernos locales. En el ámbito exterior, las exportaciones registraron un notable crecimiento durante el trimestre, tras la desaceleración del primer trimestre, mientras que se moderó el ritmo de crecimiento de las importaciones, lo que contribuyó a un aumento del superávit comercial. Por su parte, las presiones inflacionistas se moderaron a finales del trimestre y la inflación se redujo dos décimas en junio, hasta el 2,9%. El banco central incrementó de nuevo el coeficiente de reservas bancarias, lo que pudo contribuir a la ligera desaceleración del crédito bancario. Además, como ya se ha reseñado, se flexibilizó el tipo de cambio frente al dólar, retomándose el régimen previo a la crisis de 2008, con una banda de fluctuación diaria del  $\pm 0,5\%$  frente a una cesta de monedas. En el *resto de las principales economías asiáticas*, la actividad económica mostró un gran dinamismo, destacando el crecimiento del PIB de la India, Corea del Sur o Singapur en el primer trimestre. Los indicadores de actividad apuntan a un mantenimiento del ritmo de crecimiento en el segundo trimestre, en términos generales. Por su parte, la inflación aumentó moderadamente en los principales países de la región y se mantuvo muy elevada en la India, de forma que se produjeron los primeros incrementos de tipos de interés oficiales en Taiwán, Corea del Sur, Tailandia y la India, donde se incrementaron también los coeficientes de reserva.

En *América Latina*, el PIB del primer trimestre creció un 5,5% interanual (1,4% en el trimestre anterior), impulsado por la demanda interna, y pese a que la demanda externa pasó a tener una contribución negativa. El crecimiento intertrimestral se moderó, en parte por la contracción registrada en México, y pese a la aceleración de Brasil y Argentina. Los indicadores del segundo trimestre apuntan, en general, a un mantenimiento del dinamismo de la actividad, con la excepción de Brasil, donde se perciben algunos síntomas de desaceleración, desde tasas muy elevadas, y de Venezuela, que se mantendría en tasas negativas. Por otra parte, la inflación del conjunto de la región se mantuvo estable, alrededor del 6,6% interanual, con un repunte generalizado en la mayoría de los países, salvo en Brasil y, especialmente, México. Numerosos bancos centrales endurecieron el tono de la política monetaria, con incrementos

de tipos de interés en Perú, Chile, y Brasil —que había comenzado el trimestre anterior— y aumentos de los coeficientes de caja en Perú, donde se produjeron importantes intervenciones cambiarias para moderar la apreciación del tipo de cambio. En Argentina, se cerró el nuevo canje de la deuda impagada, tras el cual el porcentaje de aceptación de la deuda que se dejó de pagar en 2001 supera el 90%. Tras esta operación, la agencia de calificación crediticia Fitch pasó a considerar que la deuda soberana argentina ya no se encuentra en situación de suspensión de pagos parcial. Finalmente, Colombia introdujo una regla fiscal, que tiene como objetivo llevar a cabo una política contracíclica y estabilizar los efectos de las variaciones en los precios del petróleo.

### 3 El área del euro y la política monetaria del Banco Central Europeo

A lo largo del segundo trimestre, las turbulencias financieras en el área del euro cobraron una intensidad extraordinaria. Los retrasos en abordar las cuestiones de sostenibilidad fiscal en Grecia crearon una gran inestabilidad en los mercados de deuda pública, que se extendió inicialmente a aquellas economías que mostraban mayores vulnerabilidades, por la rapidez del deterioro de sus finanzas públicas o por la magnitud de los desequilibrios acumulados. Pero el contagio no se limitó a estos países, sino que se transmitió también a los mercados bursátiles y cambiarios y al sistema financiero del conjunto del área, debido a la exposición de numerosas instituciones financieras europeas a los bonos soberanos emitidos en dichos países. Además, la pérdida de confianza de los inversores internacionales acabó limitando el acceso a los mercados de financiación mayoristas, por lo que el sistema financiero, que es el que canaliza los recursos externos necesarios hacia las empresas y familias, afrontó un serio problema de liquidez.

Ante la gravedad de la situación, las autoridades europeas se reunieron el 7 de mayo y decidieron adoptar medidas de emergencia sin precedentes para salvaguardar la unidad y la integridad financiera del área. Por un lado, el ECOFIN de 9/10 de mayo estableció dos nuevos instrumentos de financiación —el Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera y la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera— para ayudar a los Estados miembros en caso de dificultades en el acceso al mercado de capitales y sujetos a una estricta condicionalidad. Hasta el momento no ha sido necesaria la activación de estos instrumentos, que en caso necesario podrían verse completados con una aportación adicional del FMI (véase recuadro 3). Por otro lado, el BCE, que mantuvo inalterados los tipos de interés oficiales en el 1% para las operaciones principales de financiación, volvió a reforzar el suministro de liquidez y lanzó, con carácter transitorio, el Programa para el Mercado de Valores con el fin de normalizar el funcionamiento de los segmentos de deuda pública y privada, cuyas distorsiones obstaculizaban la correcta transmisión de la política monetaria. También se produjeron avances significativos en el ámbito fiscal y de reformas estructurales. En particular, Grecia, Portugal y España adelantaron e intensificaron notablemente sus planes de consolidación fiscal e introdujeron algunas reformas estructurales, mientras que Italia, Alemania y otras economías del área fueron concretando sus respectivos programas de austeridad que comenzarán a aplicarse a partir de 2011 (véase recuadro 4). Asimismo, como se explica en el recuadro 3, se dieron pasos importantes en la reforma de la gobernanza europea, para mejorar los mecanismos de detección y corrección de los desequilibrios macroeconómicos y fiscales. Por último, la publicación el 23 de julio de los resultados individuales de las pruebas de resistencia a 91 bancos de la UE confirmó la robustez global del sistema bancario ante perturbaciones macroeconómicas y financieras negativas, lo que constituyó un paso importante hacia el restablecimiento de la confianza en los mercados.

El progresivo despliegue de todas estas medidas acabó marcando un punto de inflexión en la evolución de las tensiones financieras. Los diferenciales de la deuda soberana tendieron a estrecharse a partir de julio, aunque mantienen niveles elevados, y el tipo de cambio del euro se apreció desde los mínimos alcanzados a mediados de junio. Asimismo, la mayor concreción en el compromiso de consolidación fiscal tranquilizó a los inversores, tal y como se refleja en el hecho de que todas las emisiones de deuda pública concluyeran con éxito.

En este contexto, se espera que el crecimiento en la zona del euro durante el segundo trimestre sea superior al registrado en los meses de invierno y se ralentice algo en la segunda parte

La crisis de la deuda soberana ha puesto de manifiesto profundas debilidades en los mecanismos de supervisión que se diseñaron para salvaguardar la estabilidad macroeconómica y financiera de la zona del euro y ha requerido la introducción de nuevos instrumentos para hacer frente a acontecimientos tan excepcionales como los ocurridos en los últimos meses.

A finales de abril y principios de mayo, la onda expansiva de la crisis griega comenzó a adquirir dimensiones insospechadas, propagándose a otras economías del área del euro, lo que obligó a activar soluciones de emergencia de gran alcance, que se recogen en el cuadro adjunto. En una primera instancia, los esfuerzos se dirigieron a resolver la crisis de liquidez de Grecia. Así, el 2 de mayo, los países de la zona del euro establecieron un programa de asistencia financiera a esta economía con una duración de tres años y con el compromiso de conceder préstamos bilaterales a Grecia por valor de hasta 80 mm de euros, que podrán incrementarse con una aportación adicional del FMI de 30 mm. El primer desembolso se hizo a mediados de mayo, una vez que las autoridades griegas adoptaron un programa ambicioso y creíble de consolidación fiscal consensuado con el FMI, la Comisión Europea (CE) y el Banco Central Europeo (BCE).

No obstante, ante el recrudecimiento y propagación de las tensiones en los mercados de deuda soberana, el ECOFIN de 9/10 de mayo decidió establecer un mecanismo más potente para conceder asistencia financiera a cualquier Estado de la zona del euro que lo precise, que permitirá movilizar hasta 750 mm de euros (más del 8% del PIB de la UEM). Este instrumento consta de tres elementos. Por un lado, el Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera (MEEF), al que cualquier Estado miembro de la UEM podrá acceder en caso necesario, y que dispone de 60 mm de euros, que aportará la CE financiándose en los mercados de capitales. En segundo lugar, se ha creado una sociedad denominada Facilidad Europea de Estabilidad Financiera (FEEF), cuya finalidad es conceder préstamos a los Estados miembros en dificultades, por importe de hasta 440 mm de euros, que obtendrá mediante la emisión de deuda. Estos préstamos contarán con la garantía de los

Estados miembros accionistas no beneficiarios de la ayuda de forma proporcional a su cuota en el capital del BCE. Para asegurar la máxima calidad crediticia de la deuda de la FEEF, cada Estado garantizará el 120% de su parte proporcional de cada emisión de títulos de la sociedad y, además, se constituirá una reserva de liquidez. Desde finales de julio la FEEF está operativa, dado que más del 90% de los Estados miembros han aprobado ya oficialmente su participación en esta facilidad y su duración prevista es de tres años. Finalmente, el FMI se comprometió a contribuir a este mecanismo de asistencia con fondos adicionales, que supondrán al menos la mitad de lo aportado por los países de la UE (con un máximo, por tanto, de 250 mm). El acceso a estos instrumentos estará sujeto a una estricta condicionalidad, referida a la introducción de medidas de ajuste fiscal y de reforma estructural.

Estas medidas de solidaridad financiera entre los países de la UEM han venido acompañadas de una respuesta muy activa por parte del BCE (que se detalla en el texto principal de este informe) y de un importante compromiso de consolidación fiscal por parte de los países europeos (véase recuadro 4), de modo que se ha evitado que la inestabilidad continuara extendiéndose. Sin embargo, la situación crítica de los últimos meses ha puesto en evidencia la necesidad de llevar a cabo un profundo replanteamiento de la gobernanza en la zona del euro, que prevenga la aparición en un futuro de situaciones que pongan en peligro la estabilidad financiera del área y que, ante su eventual aparición, permita ofrecer una respuesta más rápida y ordenada.

Las instituciones europeas están dando pasos importantes en este sentido, con la creación en abril de un grupo de trabajo en el seno del Consejo Europeo (Van Rompuy Task Force), que cuenta con las aportaciones de la CE, el BCE y todos los Estados miembros de la UE, para tratar de establecer una arquitectura política más sólida de la UEM y de la UE. Este grupo presentará sus conclusiones finales en octubre, pero sus trabajos ya están muy avanzados, tal y como se desprende de la comunicación de la CE del pasado 30 de junio, que contiene un conjunto de propuestas concretas de reforma, así como una hoja de ruta para su introducción.

## DECISIONES RECIENTES DE POLÍTICA ECONÓMICA EN LA UEM Y LA UE

FECHA	INSTITUCIÓN	DECISIÓN
11 de febrero	Jefes de Estado y de Gobierno	Compromiso de toma de medidas necesarias para salvaguardar la estabilidad financiera de la zona del euro
25 de marzo	Jefes de Estado y de Gobierno	Establecimiento de principios de un eventual mecanismo de financiación a Grecia. Préstamos bilaterales Estados miembros + FMI
11 de abril	Eurogrupo	Acuerdo sobre términos concretos de un posible apoyo financiero a Grecia
2 de mayo	Eurogrupo	Aprobación del programa de apoyo a Grecia
3 de mayo	BCE	Suspensión de la aplicación del umbral mínimo de calidad crediticia a la deuda griega
7 de mayo	Jefes de Estado y de Gobierno	Impulso de la gobernanza y las reformas estructurales en la UEM
9/10 de mayo	ECOFIN	Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera
10 de mayo	BCE	Programa de Mercados de Valores
12 de mayo	Comisión Europea	Presentación de la primera propuesta para la reforma de la gobernanza
7 de junio	Eurogrupo	Facilidad Europea de Estabilidad Financiera
10 de junio	BCE	Publicación de su contribución a la reforma de la gobernanza
30 de junio	Comisión Europea	Comunicación con propuestas más específicas para la reforma de la gobernanza

FUENTE: Banco de España.

Las reformas propuestas hasta el momento se centran en la revisión de los mecanismos de supervisión e implicarían, en concreto, un fortalecimiento del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) y una ampliación del perímetro de vigilancia a los desequilibrios macroeconómicos y de competitividad de los Estados miembros. En el ámbito fiscal, se propone devolver a la deuda pública la relevancia que le otorgó originalmente el Pacto, por su estrecha relación con la sostenibilidad de las finanzas públicas. De este modo, los países con niveles de deuda superiores al 60% del PIB se verán sometidos al Procedimiento de Déficit Excesivo (PDE), siempre y cuando esta variable no presente una senda de reducción satisfactoria (para lo que se establecerá un objetivo numérico). Asimismo, se propone una ampliación del sistema de incentivos y sanciones, que se activarán de manera más automática, pudiendo aplicarse incluso con carácter preventivo cuando los progresos hacia el cumplimiento de los objetivos de medio plazo establecidos no sean satisfactorios. En el caso de los países sujetos al PDE, la Comisión defiende la suspensión y posterior cancelación de los compromisos financieros asociados a los fondos estructurales, agrícolas y pesqueros, que componen la mayor parte del presupuesto de la UE, para aquellos países que no cumplan las recomendaciones. Finalmente, para favorecer el cumplimiento del PEC desde el respeto a la soberanía nacional de las políticas fiscales, la Comisión hará una propuesta en septiembre en la que establecerá los requisitos mínimos que deberían cumplir los marcos fiscales nacionales (reglas fiscales, programas presupuestarios plurianuales), con la recomendación de que se apliquen a todos los niveles de las Administraciones Públicas.

Para la vigilancia y la corrección de los desequilibrios macroeconómicos, se establecerá un sistema de alerta compuesto por un conjunto de indicadores económicos y financieros. Entre estos indicadores se encuentran el saldo por cuenta corriente, los tipos de cambio efectivo real medidos con costes laborales unitarios y con el deflactor del PIB, los activos netos frente al exterior, los precios de la vivienda, la deuda pública y la ratio de crédito del sector privado sobre el PIB. No obstante, dada la complejidad que entraña establecer los valores deseables o de referencia para estos indicadores, para los países con mayores desequilibrios se hará un análisis más profundo de la situa-

ción que incorpore otros elementos de juicio relevantes, y sobre esta base se efectuarán las recomendaciones necesarias. En los casos más extremos, se pondrá al país en «situación de desequilibrio excesivo», lo que activaría un procedimiento de supervisión más estricto por parte del Eurogrupo y del Consejo Europeo que conduciría a la emisión de recomendaciones de política económica más detalladas. A su vez, el país deberá informar de forma regular al ECOFIN y al Eurogrupo sobre los progresos realizados en la implementación de las reformas. El funcionamiento de este mecanismo será consistente con las conclusiones que se desprendan del proceso de supervisión de las reformas estructurales de los distintos Estados miembros que realizará la Comisión, en el marco de la estrategia Europa 2020, basándose en los Programas Nacionales de Reforma (PNR).

Todos estos cambios se plasmarán en el denominado «Semestre Europeo», que tendrá comienzo en 2011 y que favorecerá la coordinación ex ante de las políticas nacionales con los objetivos europeos. Este Semestre se iniciará en enero de cada año, con la publicación por parte de la Comisión Europea de un informe denominado *Annual Growth Survey*, que revisará las cuestiones económicas relevantes para el conjunto de la UE y la UEM, y continuará en abril, con el envío por parte de los Estados miembros de sus Programas de Estabilidad y Convergencia y de sus PNR al Consejo Europeo. Este debe responder en julio, con la publicación de orientaciones de política económica específicas para cada país, que deberán ser tomadas en consideración en los presupuestos públicos nacionales para el año siguiente.

Además del fortalecimiento de los mecanismos de supervisión, se está tomando en consideración la posibilidad de establecer un mecanismo permanente para la gestión de crisis, que podría hacer frente a una eventual reestructuración de la deuda por parte de un Estado miembro. El diseño de este mecanismo permanente se encuentra todavía pendiente de discusión en el seno del Grupo de Trabajo, pero existe un amplio consenso en que la asistencia financiera que se conceda a través de él estará siempre sujeta a una condicionalidad estricta para asegurar que la corrección de los desequilibrios se afronta con suficiente determinación y para minimizar situaciones de riesgo moral.

del año como consecuencia del adelanto en la consolidación fiscal en un grupo de países y del menor impulso previsto para el comercio mundial, al irse agotando las medidas excepcionales que se pusieron en marcha como respuesta a la crisis. Por su parte, la inflación del área del euro se estabilizó a lo largo del segundo trimestre y las expectativas de inflación permanecen bien ancladas por debajo del 2%. La debilidad de la demanda interna y el mantenimiento de unas condiciones crediticias estrictas configuran un perfil de recuperación económica lenta y desigual, con tasas de crecimiento previstas para 2011 inferiores al 1,5%. Además, sobre este escenario, han aumentado los riesgos a la baja, debido al posible impacto que puede tener el nuevo episodio de crisis tanto sobre la confianza de las empresas y familias, aunque por el momento no se detecta una incidencia apreciable, como sobre las condiciones financieras de la economía. Los avances en la consolidación fiscal, en las reformas estructurales y en la gobernanza de la zona del euro, que se concretarán el próximo mes de octubre, son

La tensión extrema que registraron los mercados de deuda soberana en los meses de abril y mayo ha alterado de manera sustancial el ritmo de diseño y ejecución de los planes de consolidación fiscal en algunos países de la zona del euro.

La primera en intensificar sus esfuerzos fue Grecia, en medio de una crisis de confianza que amenazaba con colapsar el funcionamiento de esta economía y que requirió la activación de ayuda financiera bajo condiciones muy estrictas, entre las que destacaba la exigencia de establecer un plan de ajuste fiscal creíble y ambicioso. Así, tras presentar de forma sucesiva tres paquetes de medidas durante el primer trimestre de 2010, el 2 de mayo, inmediatamente después de la reunión del Eurogrupo en la que se establecieron los términos del mecanismo de asistencia a este país, el Gobierno griego presentó un drástico plan de ajuste, provisto esta vez de objetivos veraces y medidas más concretas, cuya ejecución será examinada trimestralmente por la CE, el BCE y el FMI. Los nuevos objetivos presupuestarios del Gobierno plantean un recorte del déficit de 11 puntos de PIB entre 2010 y 2014 (véase cuadro adjunto), uno de los más intensos de los registrados en las últimas décadas entre las economías desarrolladas. Para ello, el Gobierno griego planea introducir importantes medidas discrecionales que creen un margen suficiente para contrarrestar el impacto que está teniendo el retroceso del PIB sobre la recaudación impositiva. Casi la mitad del esfuerzo de ajuste tendría lugar en el año 2010, cuando está previsto que el déficit se reduzca en más de 5 pp del PIB. El conjunto de las medidas introducidas enfatiza sobre todo el recorte del gasto mediante la congelación de los salarios de los empleados públicos y de las pensiones en los próximos tres años, las restricciones a la contratación de nuevos funcionarios y un ajuste importante de la inversión pública. Además, se contemplan aumentos en los ingresos vía incrementos del IVA, de los impuestos especiales y del impuesto sobre la renta.

Tras la reunión extraordinaria del ECOFIN de 9/10 de mayo, España y Portugal, que se encontraban fuertemente afectadas por la inestabilidad reinante en los mercados de deuda pública, fueron instadas a acentuar sus esfuerzos de austeridad fiscal en los años 2010 y 2011,

por lo que anunciaron iniciativas adicionales el 12 y 13 de mayo, respectivamente. Las medidas de consolidación de España, que se explican con más detalle en el epígrafe 4 de este informe, suponen un recorte del déficit de 0,5 pp del PIB en 2010 y de 1 pp adicional en 2011, lo que implicaría reducir el déficit desde el 11,2% alcanzado en 2009, hasta el 9,3% en 2010 y el 6% en 2011 (frente al 7,5% previsto con anterioridad). Por su parte, el Gobierno luso anunció a mediados de mayo nuevas medidas de ajuste por una cuantía del 1,2% del PIB en 2010 y de un 1% adicional en 2011. Además, se adelantó a 2010 la implementación de algunas de las medidas contempladas en el Programa de Estabilidad que había presentado en marzo, inicialmente previstas para el año 2011. De esta manera, se establecieron nuevos objetivos de déficit, del 7,3% para 2010 y del 4,6% para 2011 (en lugar del 6,6% anterior). Las decisiones con mayor impacto presupuestario comprenden, por el lado de los ingresos, un aumento del IVA (de 1 pp, hasta el 21%) y el incremento del impuesto sobre la renta y sobre los beneficios de las empresas. Por el lado de los gastos destaca la reducción de la inversión pública, la moderación salarial de los empleados públicos y restricciones a la contratación. En conjunto, en ambas economías más del 60% del ajuste fiscal comprometido en el marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) para el período 2009-2013 se realizaría en 2010 y 2011. En los dos casos se han introducido medidas de austeridad por el lado de los ingresos y de los gastos, aunque en España el ajuste recae en mayor medida sobre estos últimos.

Por su parte, Italia y Alemania no han modificado sus objetivos respecto a los establecidos en los programas iniciales de estabilidad, pero ambos países han diseñado un programa de austeridad para los próximos años que comenzará a aplicarse a partir de 2011 y que concreta medidas que, en otras circunstancias, se habrían establecido en el marco de las discusiones de los presupuestos para ese año. En particular, Italia presentó un Decreto-Ley el 25 de mayo que contempla un ajuste global del 1,6% del PIB, a repartir por igual entre los años 2011 y 2012. Casi dos tercios del ajuste proceden de la contención del gasto público, vía recortes en la remuneración de asalariados, congelación en la contratación de nuevos funcionarios,

**OBJETIVOS PRESUPUESTARIOS EN LA ZONA DEL EURO (2009-2012)**

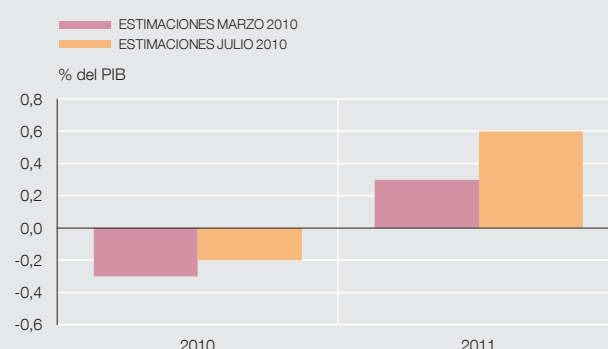
% del PIB

	SALDOS PRESUPUESTARIOS (a)			
	2009	2010	2011	2012
Alemania	-3,3	-5,5	-4,5	-3,5
Grecia	-13,6	-8,1	-7,6	-6,5
España	-11,2	-9,3	-6,0	-4,4
Francia	-7,5	-8,2	-6,0	-4,6
Italia	-5,3	-5,0	-3,9	-2,7
Portugal	-9,4	-7,3	-4,6	-3,0
Área del euro	-6,3	-6,6	-5,1	-3,9

FUENTES: Programas de Estabilidad y Convergencia y medidas adicionales introducidas en 2010.

a. Déficit (-)/superávit (+). Se han sombreado las celdas en las que el déficit supera el 3% del PIB.

**AJUSTE FISCAL. CAMBIOS EN EL SALDO ESTRUCTURAL**



FUENTES: Comisión Europea y Banco de España.

disminución de las pensiones y del gasto en medicamentos y, muy especialmente, reducción de las transferencias a las Administraciones locales. Pero también tienen una elevada participación los ingresos procedentes de la lucha contra la evasión fiscal (casi un tercio del total de las medidas). En Alemania, el Gobierno presentó el 7 de junio un plan de ajuste para los años 2011-2014 encaminado a cumplir las disposiciones del PDE y aproximarse en 2016 al objetivo de déficit estructural del 0,35% del PIB reflejado en la Constitución. El plan supone un recorte del déficit del 1,1% del PIB en esos cuatro años (un 0,5% se produce en 2011) y también se apoya principalmente en la contención del gasto público, particularmente en el gasto social y militar. No obstante, se prevén también incrementos en los impuestos sobre la energía y la introducción de un nuevo gravamen sobre la actividad del sector bancario a partir de 2012.

Finalmente, el Gobierno francés presentó el 30 de junio un informe preparatorio en el que se plasman las líneas generales del programa presupuestario para los próximos tres años (2011-2013) que deberá aprobarse en otoño. De lo anunciado hasta el momento, todavía muy provisional, se desprende que Francia pretende contener el déficit mediante la congelación del gasto de la Administración central durante el trienio, la reducción de las transferencias a las autoridades locales, la eliminación de deducciones fiscales y la contención del gasto sanitario. La reforma de las pensiones que se aplicará en los próximos años también tendrá un impacto significativo sobre las cuentas públicas de este país.

A partir de estos planes presupuestarios, la política fiscal del conjunto de la zona del euro mantendrá un tono moderadamente expansivo

o neutro en 2010, con grandes disparidades entre el grupo de Grecia, Portugal y España, que, junto con Irlanda, ya han comenzado a aplicar planes fiscales ambiciosos, mientras que Francia y Alemania sostienen una política fiscal expansiva (véase cuadro adjunto). En 2011, la consolidación fiscal mostrará un carácter más generalizado, aunque el grado de intensidad seguirá difiriendo entre países. El ajuste para este año, medido como cambios en el saldo estructural, ascenderá a casi el 0,6% del PIB de la zona del euro (véase gráfico adjunto), lo que representa un esfuerzo adicional de 0,3 pp respecto a las estimaciones de primavera de la Comisión, que no contemplan las medidas adicionales de consolidación presentadas en mayo y junio.

Los efectos de estas medidas de austeridad sobre el crecimiento económico resultan muy inciertos, aunque, en todo caso, la ausencia de medidas correctoras en las economías con fuertes desequilibrios mermaría la confianza y el crecimiento económico. La evidencia empírica sobre los efectos macroeconómicos de la consolidación fiscal señala que estos dependen de múltiples factores. No obstante, el posible impacto negativo a corto plazo sobre el crecimiento tiende a ser menor cuando el ajuste se apoya en la contención del gasto público primario, tal y como se prevé en casi todos los países analizados. Además, en la situación actual de inestabilidad en los mercados de deuda soberana del área, el establecimiento de planes presupuestarios a medio plazo respaldados por medidas creíbles puede resultar especialmente beneficioso por su efecto sobre la confianza de los inversores y de los consumidores, especialmente si van acompañadas de reformas institucionales y estructurales que refuercen la credibilidad de esos compromisos.

claves para garantizar el regreso a un funcionamiento normal de los mercados financieros, minimizar la probabilidad de que los riesgos a la baja lleguen a materializarse y crear las bases para establecer un crecimiento más sólido.

### 3.1 Evolución económica

De acuerdo con la segunda estimación de la Contabilidad Nacional correspondiente al primer trimestre de 2010, el PIB del área del euro aumentó un 0,2% en relación con los tres meses anteriores (véase cuadro 1). El avance del producto vino determinado, fundamentalmente, por la aportación positiva de la variación de existencias, y también, en menor medida, por la evolución favorable del consumo público, las exportaciones y la inversión en bienes de equipo. En sentido contrario, el consumo privado mostró un leve retroceso, y la inversión en construcción, una fuerte caída ligada a las adversas condiciones meteorológicas registradas. Las importaciones se aceleraron, lo que provocó que, a pesar del empuje de las ventas al exterior, la demanda externa neta detrajera 0,5 pp del crecimiento del PIB (véase gráfico 8). El desglose del valor añadido por ramas refleja también el aplazamiento de la actividad en la rama de construcción, la única que experimentó una variación intertrimestral negativa, mientras que en las ramas de industria y servicios la actividad alcanzó un ritmo mayor que en los trimestres precedentes. En términos interanuales, el PIB se elevó un 0,6%, abandonando las tasas negativas que venía registrando desde el cuarto trimestre de 2008.



	2008		2009			2010		
	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR
CONTABILIDAD NACIONAL (tasas de variación intertrimestral, salvo indicación contraria)								
PIB	-1,9	-2,5	-0,1	0,4	0,1	0,2		
Consumo privado	-0,7	-0,6	0,1	-0,2	0,2	-0,1		
Consumo público	0,8	0,8	0,7	0,7	-0,2	0,2		
Formación bruta de capital fijo	-4,0	-5,3	-1,5	-1,1	-1,2	-1,2		
Importaciones	-4,7	-8,0	-2,8	2,8	1,2	3,8		
Exportaciones	-7,3	-8,4	-1,1	2,9	1,8	2,1		
Contribuciones a la variación intertrimestral del PIB (pp)								
<i>Demanda interna excluidas existencias</i>	-1,1	-1,3	-0,1	-0,2	-0,1	-0,3		
<i>Variación de existencias</i>	0,3	-1,1	-0,6	0,5	0,0	1,0		
<i>Demanda exterior neta</i>	-1,1	-0,2	0,5	-0,1	0,1	-0,5		
PIB (tasa de variación interanual)	-2,0	-5,2	-4,9	-4,1	-2,1	0,6		
INDICADORES DE ACTIVIDAD (datos medios del trimestre)								
IPI ajustado de días laborables y estacionalidad	-6,8	-9,3	-1,7	2,6	1,3	2,5	2,3	
Sentimiento económico	80,0	71,5	75,6	84,1	91,9	96,6	99,3	101,3
PMI compuesto	40,2	37,6	43,2	49,5	53,6	54,4	56,6	56,7
Empleo	-0,4	-0,8	-0,5	-0,5	-0,2	0,0		
Tasa de paro	8,0	8,8	9,3	9,7	9,8	9,9	10,0	
INDICADORES DE PRECIOS (variación interanual de datos de fin de período)								
IAPC	1,6	0,6	-0,1	-0,3	0,9	1,4	1,4	
IPRI	1,2	-3,2	-6,5	-7,7	-2,9	0,9	3,1	
Precio del petróleo (valor en dólares)	40,5	46,8	68,8	67,7	74,4	78,8	75,0	76,1
INDICADORES FINANCIEROS (datos de fin de período)								
Rendimiento deuda pública a diez años UEM	3,8	4,1	4,2	3,8	4,0	4,0	3,7	3,6
Diferencial deuda pública a diez años EEUU – UEM	-1,76	-1,31	-0,63	-0,47	-0,17	-0,08	-0,72	-0,55
Tipo de cambio dólar/euro	1,392	1,331	1,413	1,464	1,441	1,348	1,227	1,299
Apreciación/depreciación del TCEN-21 (b)	2,5	-0,6	-0,9	0,2	-1,0	-4,5	-10,3	-7,8
Índice Dow Jones EUROSTOXX 50 (b)	-44,3	-15,5	-2,0	17,2	21,0	-1,2	-13,2	-6,7

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

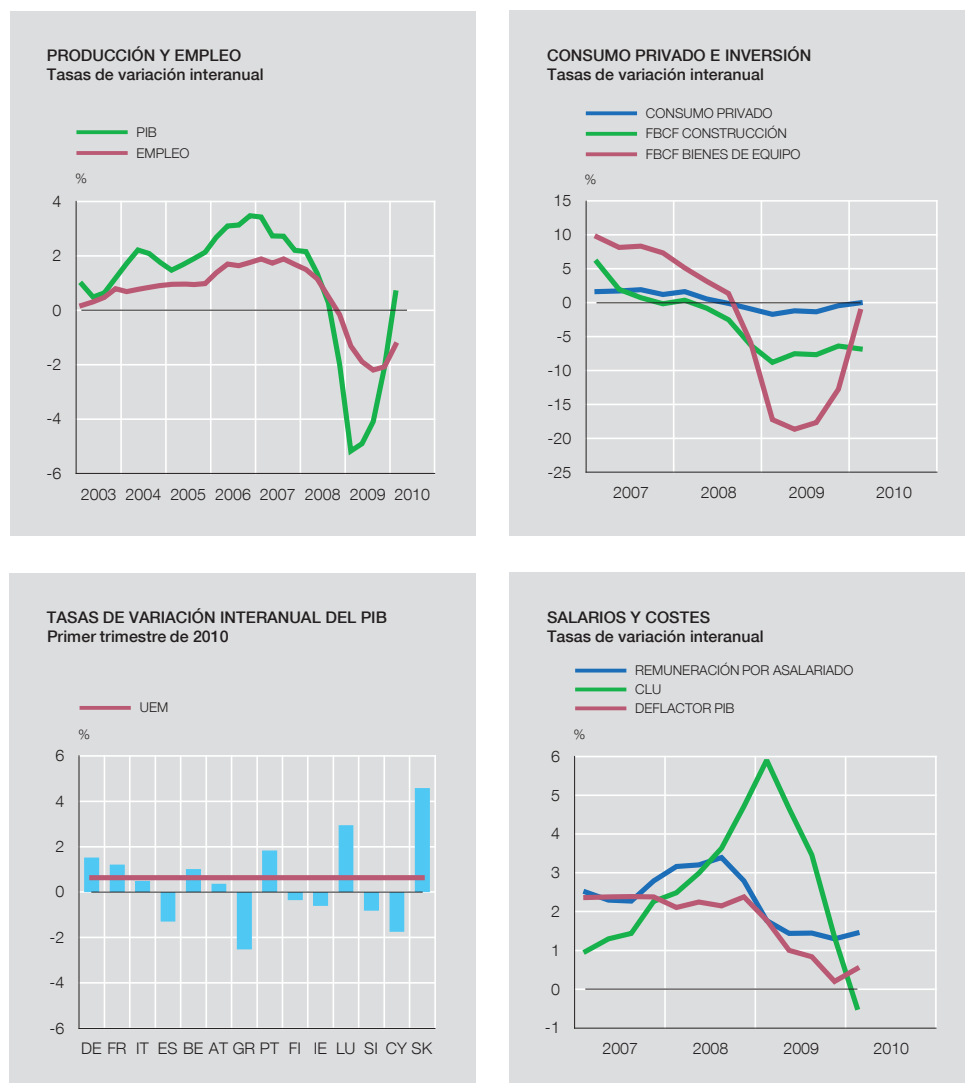
a. Información disponible hasta el día 28 de julio de 2010.

b. Variación porcentual acumulada en el año.

Las principales economías del área experimentaron una expansión del PIB en los tres primeros meses del año, si bien con una composición diferenciada en algunos aspectos. Así, en Alemania, el incremento del PIB, del 0,2%, obedeció fundamentalmente a la elevada contribución positiva de la variación de las existencias y, en menor medida, al comportamiento expansivo del consumo público, mientras que la aportación de la demanda exterior neta a la variación del producto resultó negativa, afectada por el repunte de las importaciones. Por el contrario, en Francia y en Italia, el avance del producto —que alcanzó el 0,1% y el 0,4%, respectivamente— se apoyó en la evolución favorable del sector exterior, con un impulso intenso de las exportaciones y un alza moderada de las importaciones, en tanto que el consumo público y la variación de existencias registraron una contribución nula o ligeramente negativa al PIB. Por otro lado, en los tres países se apreció una marcada debilidad del consumo privado y una recuperación de la inversión en bienes de equipo.

De acuerdo con la información procedente de la Contabilidad Nacional, la tasa de variación intertrimestral del empleo en el primer trimestre de 2010 fue nula, tras seis trimestres consecutivos de retrocesos. En términos interanuales, el empleo registró un descenso del 1,3%, caída superior a la de las horas trabajadas, lo que reflejaría la tendencia al restablecimiento de la duración habitual de las jornadas laborales. Por su parte, el aumento interanual del PIB

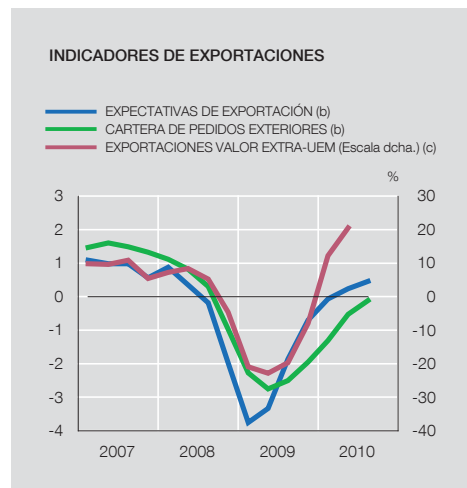
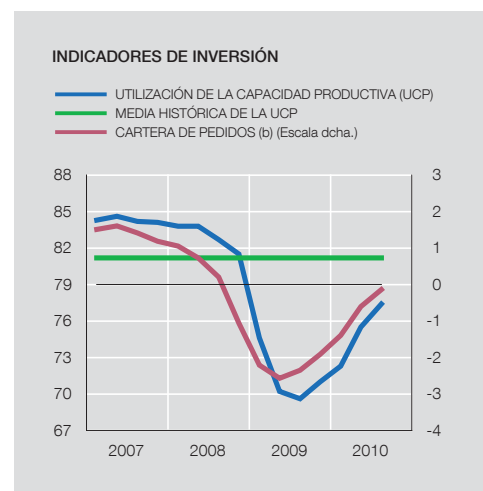
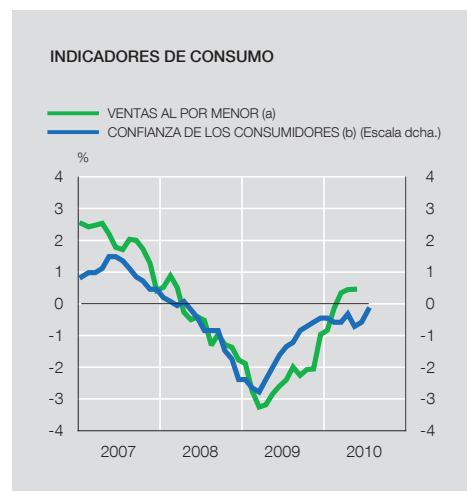
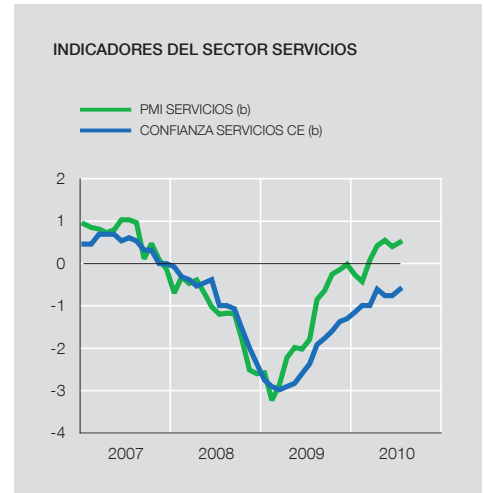
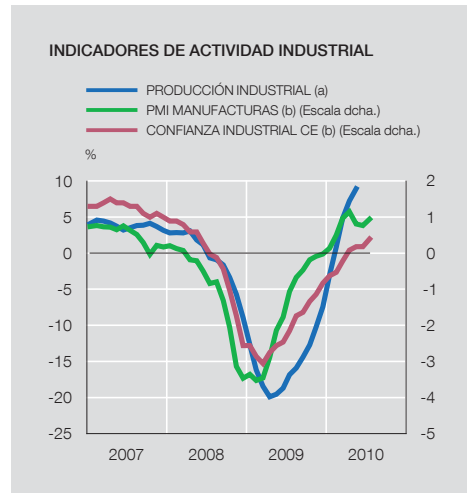




FUENTES: Eurostat y estadísticas nacionales.

permitió que la productividad aparente del trabajo registrase una tasa de variación positiva —la primera desde el segundo trimestre de 2008—, que se tradujo en una importante contención de los costes laborales unitarios, lo que a su vez permitió una ampliación de los márgenes empresariales (véase gráfico 8).

La información coyuntural más reciente, referida al segundo trimestre de 2010, apunta a un avance de la actividad del área mayor que el registrado en el trimestre previo (véase gráfico 9). Por el lado de la oferta, con información hasta mayo, tanto los pedidos industriales como la producción industrial y de la construcción crecieron en relación con el trimestre anterior. Por su parte, los indicadores de confianza elaborados por la Comisión Europea y los provenientes de las encuestas realizadas a los directores de compras, relativos a la industria y los servicios, mejoraron en el promedio del trimestre, aunque en los meses de mayo y junio registraron algún retroceso, como consecuencia de un debilitamiento de las expectativas de demanda, mientras que aumentó el optimismo sobre la cartera de pedidos. La última información de los indicadores cualitativos, referida a julio, recoge un importante avance. En el ámbito laboral, la tasa de paro permaneció estancada en el 10% y los indicadores cualitativos del mercado de trabajo siguieron recuperándose.



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. Tasas interanuales de la serie original. Media trimestral.

	2010		2011	
	PIB	IAPC	PIB	IAPC
BCE (junio 2010)	0,7-1,3	1,4-1,6	0,2-2,2	1,0-2,2
Comisión Europea (mayo 2010)	0,9	1,5	1,5	1,7
FMI (julio 2010)	1,0	1,2	1,3	1,3
OCDE (mayo 2010)	1,2	1,4	1,8	1,0
Consensus Forecast (julio 2010)	1,1	1,5	1,4	1,5
Eurobarómetro (julio 2010)	1,1	1,4	1,3	1,5

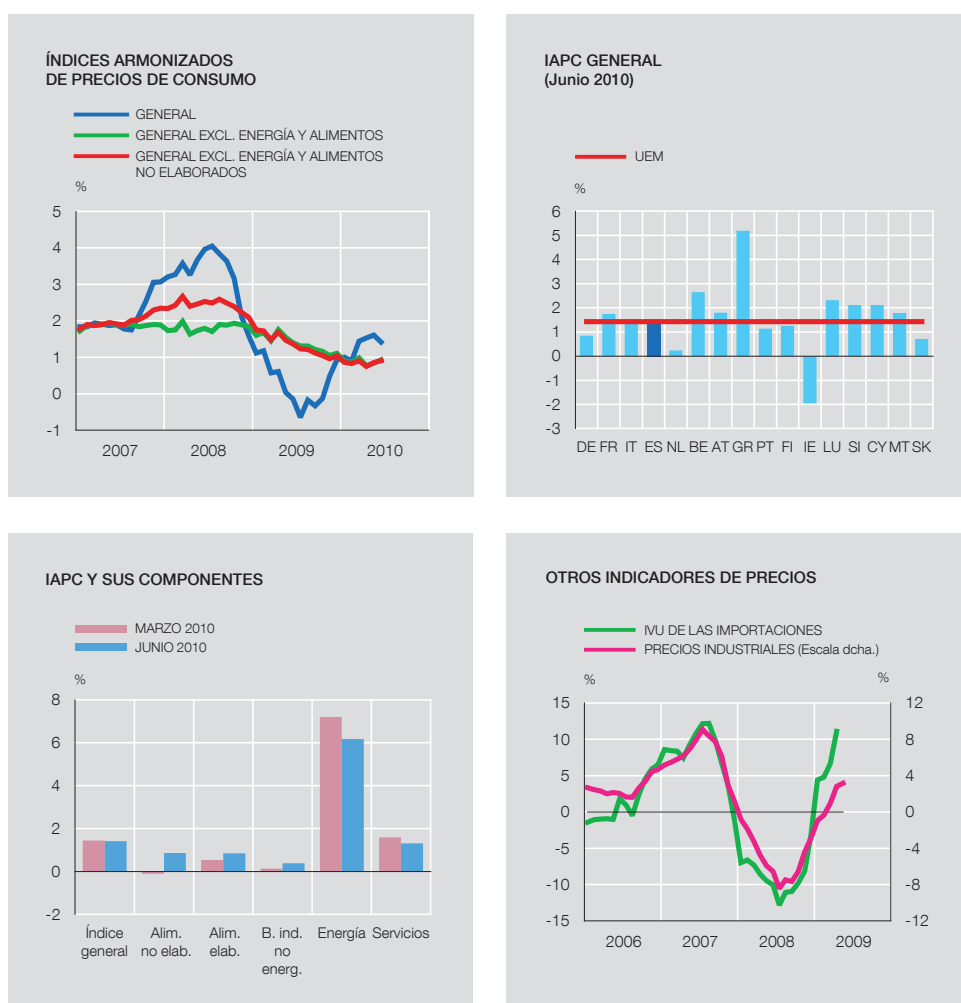
FUENTES: Comisión Europea, Consensus Forecast, Eurosistema, FMI, MJ Economics y OCDE.

a. Tasas de variación anual.

Por el lado de la demanda, las ventas al por menor mostraron un tono débil durante los meses de abril y mayo, y la matriculación de automóviles siguió afectada por la retirada de los planes de ayuda a la compra de vehículos en el promedio del trimestre, aunque se aprecian síntomas de que dicho efecto contractivo podría estar agotándose. Por su parte, la confianza de los consumidores sufrió un retroceso en mayo, que podría hallarse asociado al aumento de la incertidumbre originado por la crisis de deuda soberana, y mejoró en junio y julio. Con respecto a la inversión en bienes de equipo, tanto el grado de utilización de la capacidad productiva como la valoración de la cartera de pedidos de la industria de la Comisión Europea aumentaron notablemente a lo largo del segundo y tercer trimestre, si bien ambos permanecen todavía en niveles inferiores a sus medias de largo plazo. Por otra parte, las exportaciones de bienes crecieron a buen ritmo en abril y mayo, y prosiguió, hasta julio, la mejora de las expectativas de exportación y de la valoración de la cartera de pedidos exteriores. Finalmente, el indicador de la valoración del nivel de existencias en la industria de la Comisión Europea sugiere que, durante la primavera, la contribución de la variación de existencias al crecimiento del PIB podría haberse reducido.

En definitiva, los indicadores disponibles, referidos en su mayoría al segundo trimestre, son consistentes con un crecimiento del PIB en la zona del euro próximo al 0,5%, impulsado por la fortaleza del comercio mundial y, de modo transitorio, por la inversión en construcción, que contrarrestaría el fuerte descenso del trimestre previo asociado a la climatología adversa. La crisis de deuda soberana no parece haber tenido una incidencia apreciable sobre los indicadores de confianza, dada su evolución en los meses más recientes. El tono acomodaticio de la política monetaria y el despliegue de un amplio conjunto de medidas extraordinarias adoptadas para restablecer el funcionamiento del sistema financiero y mejorar la confianza en el área del euro habrían favorecido la continuidad de la recuperación en curso. De cara a la segunda parte del año se espera un crecimiento algo más reducido, por el impacto que tendrá a corto plazo el adelanto de las medidas de consolidación fiscal en algunos países y por la persistente debilidad del consumo y la inversión. En particular, la desfavorable situación del mercado laboral y el reducido incremento de las rentas salariales limitan la expansión del consumo privado, mientras que el exceso de la capacidad instalada y el mantenimiento de un elevado grado de restricción en la concesión de créditos al que se enfrentan algunos países y sectores dificultan el despegue de la inversión. A su vez, es previsible que el crecimiento mundial se modere en el segundo semestre, al irse agotando las medidas excepcionales puestas en marcha en respuesta a la crisis.

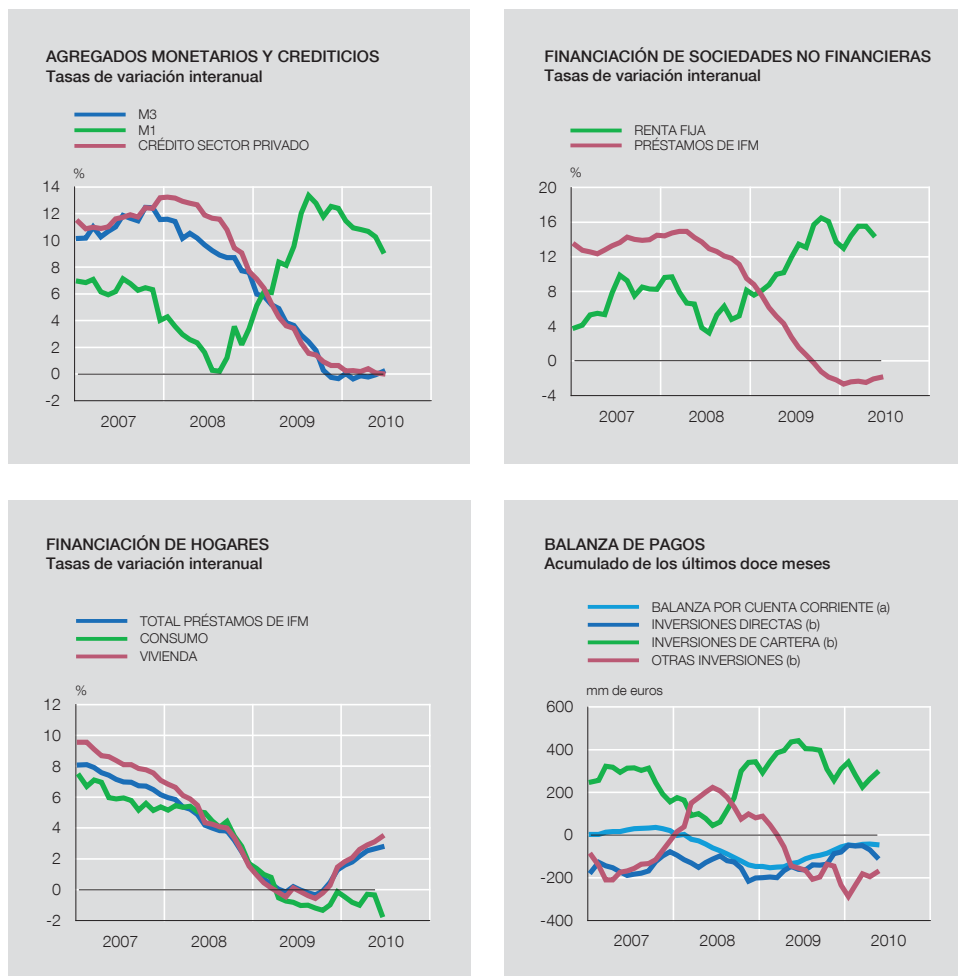
Las previsiones más recientes para 2011 publicadas por diferentes organismos internacionales señalan una recuperación tímida, con crecimientos del PIB en la UEM entre el 1,2% y el 1,5% (véase cuadro 2). El tono de recuperación moderada y gradual es coherente con el pa-



FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

trón habitual de comportamiento posterior a una crisis financiera, caracterizado por un exceso de capacidad productiva elevado y la existencia de condiciones crediticias estrictas, que dificultan un despegue más sólido de la demanda interna. Sobre este escenario central, la crisis de la deuda soberana ha supuesto un aumento de los riesgos a la baja que podrían provenir, entre otros factores, de una mayor tensión financiera y del debilitamiento de la confianza de empresas y consumidores. Además, la recuperación está muy vinculada al éxito de la consolidación fiscal y de las reformas estructurales que impulsen el crecimiento potencial y frenen el incremento duradero del desempleo. Las medidas sin precedentes que se están adoptando y los avances que se están realizando en la mejora de la gobernanza europea deberán contribuir a evitar que estos riesgos lleguen a materializarse.

La inflación del área del euro se estabilizó a lo largo del segundo trimestre, tras el repunte registrado en los primeros meses del año, causado por el aumento del precio de la energía. En junio, el IAPC se situó en el 1,4%, y la inflación subyacente, medida por el IPSEBENE, en el 0,9%, en ambos casos tasas idénticas a las registradas en marzo. Por su parte, los precios industriales aumentaron un 3,1% en mayo, frente al -1% de enero, con un repunte especialmente intenso de los precios de los productos intermedios energéticos y no energéticos. Así, la debilidad de la demanda, reflejada en el notable grado de holgura de la capacidad produc-



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.

tiva, podría estar relacionada con las dificultades para trasladar a los consumidores el aumento de algunos de los costes de las empresas y contribuye a explicar la favorable evolución de los precios de los componentes más estables del IAPC. En este contexto, las expectativas de inflación a largo plazo permanecen ancladas por debajo del 2% y existe consenso entre los distintos organismos internacionales en que la inflación se mantendrá en niveles moderados en los próximos trimestres (véase cuadro 2).

Según las estimaciones publicadas por el BCE, la balanza por cuenta corriente de la UEM acumuló, entre enero y mayo de 2010, un déficit de 44 mm de euros (un 1,2% del PIB), menor que el observado en el mismo período del año anterior (1,6% del PIB), y fue el resultado del comportamiento más favorable registrado por todos sus componentes, en particular la balanza de bienes, cuyo saldo se tornó en superávit. Por otro lado, en relación con la cuenta financiera, durante el mismo período, las salidas netas de capitales en forma de inversión directa ascendieron a 55 mm de euros, frente a los 40 mm del mismo período del año anterior, mientras que la inversión de cartera registró una entrada neta de 87 mm de euros, menor que los 135 mm de enero-mayo de 2009. Con todo, la balanza básica, que aúna la balanza por cuenta corriente con estos dos tipos de inversiones, apenas varió, alcanzando un saldo negativo de 12,5 mm de euros (véase gráfico 11).

	% del PIB					
	SALDOS PRESUPUESTARIOS (a)					
	2008	2009	2010		2011	
	PDE (b)	CE (c)	FMI (d)	CE (c)	FMI (d)	
Bélgica	-1,2	-6,0	-5,0	-5,1	-5,0	-4,4
Alemania	0,0	-3,3	-5,0	-5,7	-4,7	-5,1
Grecia	-7,7	-13,6	-9,3	-8,7	-9,9	-8,8
España	-4,1	-11,2	-9,8	-10,3	-8,8	-9,6
Francia	-3,3	-7,5	-8,0	-8,3	-7,4	-7,1
Irlanda	-7,3	-14,3	-11,7	-12,1	-12,1	-11,5
Italia	-2,7	-5,3	-5,3	-5,3	-5,0	-5,3
Luxemburgo	2,9	-0,7	-3,5	-3,8	-3,9	-5,0
Holanda	0,7	-5,3	-6,3	-5,9	-5,1	-5,1
Austria	-0,5	-3,4	-4,7	-4,8	-4,6	-4,5
Portugal	-2,9	-9,4	-8,5	-8,7	-7,9	-7,5
Finlandia	4,2	-2,2	-3,8	-3,6	-2,9	-3,2
Eslovenia	-1,7	-5,5	-6,1	-6,1	-5,2	-4,9
Chipre	0,9	-6,1	-7,1	-7,6	-7,7	-8,8
Malta	-4,5	-3,8	-4,3	-5,0	-3,6	-4,8
Eslovaquia	-2,3	-6,8	-6,0	-8,0	-5,4	-7,4
PRO MEMORIA: UEM (incluyendo Chipre, Eslovaquia y Malta)						
Saldo primario	1,0		-3,6		-2,9	
Saldo total	-2,0	-6,3	-6,6	-6,9	-6,1	-6,3
Deuda pública	69,4	78,7	84,7	83,7	88,5	87,7

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 primavera de 2010.  
 c. Previsiones de la Comisión Europea de primavera de 2010.  
 d. Previsiones del Fondo Monetario Internacional de abril de 2010.

Según las previsiones de primavera de la CE, el déficit presupuestario de las Administraciones Públicas del área del euro se situará en el 6,6% del PIB en 2010, el valor más alto desde la creación de la unión monetaria (véase cuadro 3). Se estima que el tono de la política fiscal durante este año será ligeramente expansivo, con grandes diferencias entre países. En concreto, Grecia y, posteriormente, España y Portugal tuvieron que acelerar sus planes de consolidación fiscal, en cumplimiento de las recomendaciones del ECOFIN de 9/10 de mayo, mientras que Francia y Alemania mantienen todavía medidas de estímulo significativas. Para 2011, la Comisión espera una corrección del déficit hasta el 6,1% del PIB, como resultado tanto de la recuperación de la actividad económica como de las medidas de consolidación fiscal planeadas, que en ese año tendrán un carácter más generalizado, de acuerdo con los programas que recientemente han presentado y/o aprobado los distintos países (véase recuadro 2). Por su parte, la deuda pública en el conjunto de la UEM podría situarse en 2010 en niveles próximos al 85% del PIB, lo que representa un aumento de 7 pp con respecto al año anterior.

Por países, cabe destacar la mejoría que están experimentando las cuentas públicas griegas en el primer semestre de 2010, con una reducción del déficit del 45% respecto al año precedente, que supera el 40% establecido como objetivo en el programa económico que anunció el Gobierno en mayo, en cumplimiento de los requisitos de condicionalidad fijados en el programa de asistencia financiera. En el caso de España y Portugal, la Comisión valoró de manera muy positiva los nuevos objetivos aprobados en mayo, si bien para 2011 ambas economías

deberán concretar medidas adicionales de reducción del déficit. Por último, el ECOFIN del pasado 13 de julio decidió abrir el Procedimiento de Déficit Excesivo a Chipre, cuyo déficit superó el valor de referencia del 3% del PIB estipulado en el PEC, y a Finlandia, que, de acuerdo con las previsiones, lo superará en 2010. En consecuencia, en la actualidad son 15 los países de la UEM sujetos a la disciplina de los PDE — todos excepto Luxemburgo —.

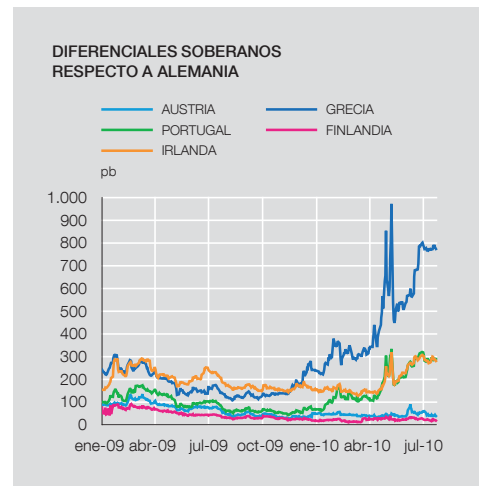
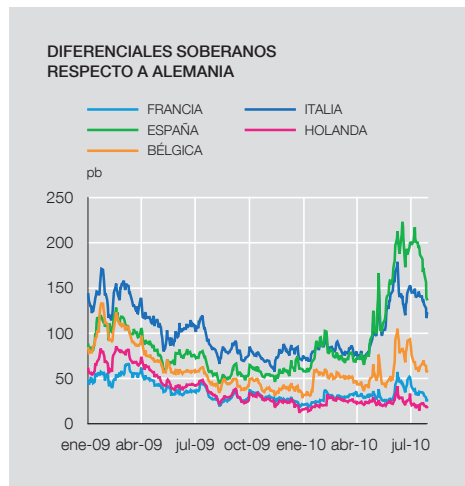
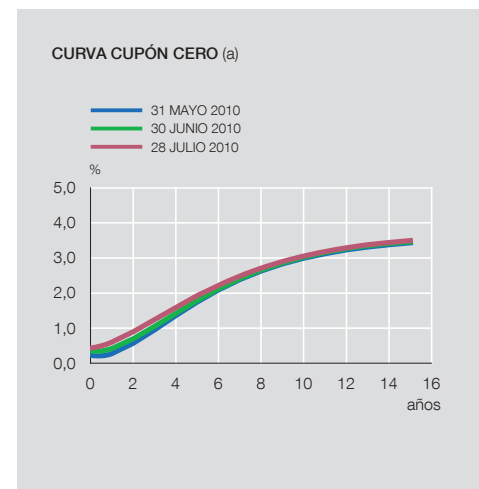
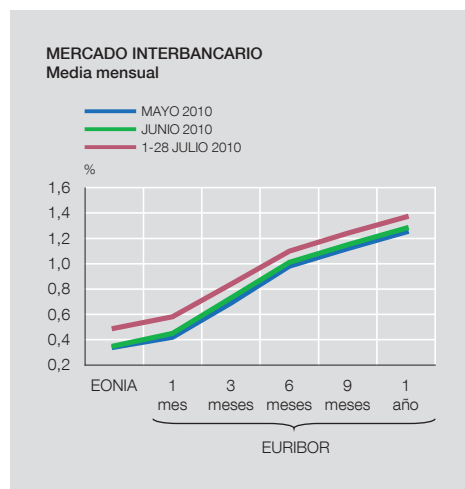
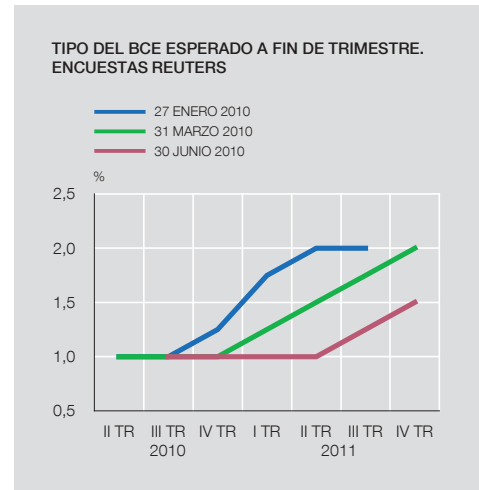
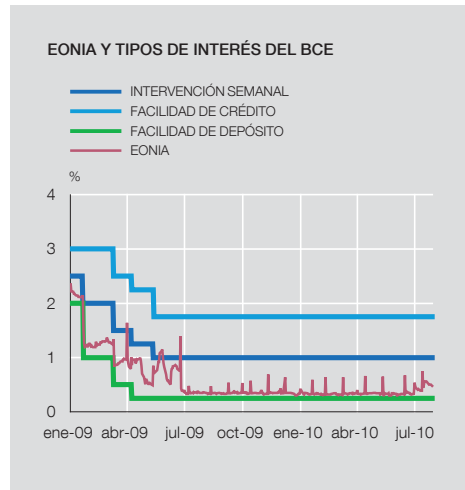
### 3.2 Evolución monetaria y financiera

Durante los últimos meses la evolución financiera en la UEM estuvo dominada por la escalada de las presiones en los mercados de deuda pública. La preocupación de los inversores por la sostenibilidad de las finanzas públicas en diversos países, y particularmente en Grecia, hizo que los diferenciales soberanos se elevaran sustancialmente. La asistencia financiera a Grecia no fue suficiente para revertir esta tendencia, y las tensiones se trasladaron a los mercados interbancarios y de financiación bancaria, así como a las cotizaciones bursátiles y del euro, el cual sufrió una fuerte depreciación. Como se detalla en el recuadro 3, la situación requirió una respuesta de emergencia y sin precedentes de los Gobiernos de la UE, que se concretó el 9 y 10 de mayo con la creación de un mecanismo para conceder asistencia financiera a cualquier Estado del área que lo necesite, sujeto a una estricta condicionalidad. Por su parte, el BCE, como se detalla a continuación, puso en marcha, entre otras medidas de apoyo, un Programa para el Mercado de Valores dirigido a colaborar en el restablecimiento del funcionamiento adecuado de algunos mercados de deuda. La progresiva concreción de estas iniciativas, junto con las sucesivas colocaciones exitosas de deuda pública y la realización de pruebas de resistencia para un amplio número de bancos de la UE, entre otros factores, hicieron que la volatilidad y las tensiones en los mercados financieros empezaran a ceder gradualmente desde mediados de junio, y, especialmente, en julio con motivo de la publicación de estas últimas.

La ausencia de tensiones inflacionistas a medio plazo en un contexto de recuperación económica débil determinó que el Consejo de Gobierno del BCE, en sus reuniones celebradas hasta agosto, mantuviera los tipos de interés oficiales inalterados. De este modo, el tipo de las operaciones principales de financiación se ha situado en el 1% desde mayo de 2009, mientras que los correspondientes a las facilidades de crédito y de depósito lo han hecho en el 1,75% y el 0,25%, respectivamente (véase gráfico 12).

Asimismo, los nuevos brotes de tensión en los mercados de deuda pública y su traslación al sistema bancario determinaron que el BCE, que había empezado ya a retirar algunas de las medidas extraordinarias de apoyo al crédito, emprendiera nuevas acciones. Así, en la primera mitad de mayo, el BCE decidió suspender la aplicación del umbral mínimo de calificación crediticia en los instrumentos emitidos o garantizados por el Estado griego, reforzar la provisión de liquidez a más largo plazo al reactivar las subastas a tres meses a tipo fijo y con plena adjudicación y al introducir una nueva subasta a seis meses, y restaurar las inyecciones de liquidez en dólares estadounidenses. Además, para atenuar la inestabilidad en los mercados de deuda y facilitar la transmisión de la política monetaria, puso en marcha el Programa para el Mercado de Valores, cuya vigencia será temporal, y con el que realiza compras esterilizadas de deuda pública y privada en el mercado secundario. El importe adquirido cada semana se ha hecho progresivamente menor desde mayo, hasta importes muy poco significativos en las últimas semanas, y alcanza un total algo superior a 60 mm de euros, en operaciones que han ido siendo esterilizadas con subastas de depósitos semanales. Por otra parte, en el marco de las medidas no convencionales y de apoyo al crédito, el programa de compras de *covered bonds* —cédulas hipotecarias en el mercado español—, lanzado hace un año, se completó a finales de junio, como estaba establecido, con una inversión en bonos de 60 mm de euros.

La Comisión Europea autorizó la prórroga hasta diciembre de 2010 de los programas públicos de apoyo al sistema bancario para aquellos países que lo solicitaron, tanto en forma de avales



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

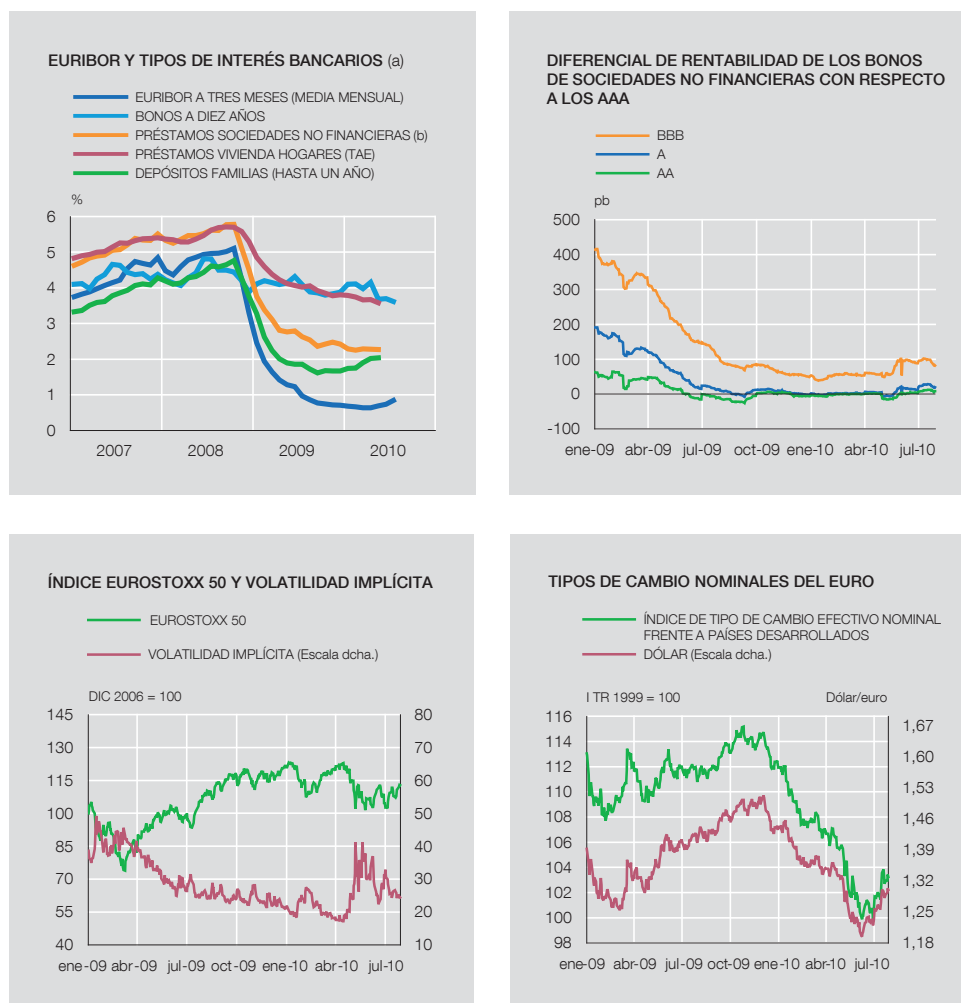


a nuevas emisiones de deuda —sujetos a unas condiciones más estrictas—, como de inyecciones de capital. En este sentido, las pruebas de resistencia realizadas a 91 bancos de la UE, que representan un 65% del sector, bajo el marco común diseñado por el Comité Europeo de Supervisores Bancarios, arrojaron una escasez de capital global relativamente reducida, de 3,5 mm de euros, procedentes de siete entidades cuya ratio de solvencia caería por debajo del 6% en alguno de los escenarios adversos considerados.

En el mercado de depósitos interbancarios, los tipos de interés se elevaron de forma moderada durante el segundo trimestre y en julio. Los EURIBOR a tres meses y a un año alcanzaron, respectivamente, niveles medios del 0,9% y del 1,4% en julio. La inestabilidad financiera favoreció el incremento de la demanda de los valores públicos alemanes, cuya rentabilidad a diez años cayó hasta el 2,76 en julio. Esta reducción fue más moderada que la observada en el tipo de la deuda a diez años en Estados Unidos, lo que hizo que el diferencial entre Alemania y Estados Unidos disminuyera hasta alrededor de 40 pb. Los diferenciales de rentabilidad de los títulos públicos de la zona del euro frente a Alemania aumentaron de forma generalizada hasta alcanzar cotas máximas en algunos países el 7 de mayo, superando los 900 pb en Grecia para la referencia a 10 años y los 300 pb en Irlanda y Portugal (véase gráfico 12). La introducción de los mecanismos de ayuda financiera y el apoyo del BCE facilitaron una corrección sustancial a corto plazo, que no llegó a consolidarse, ya que las rentabilidades de los bonos públicos mantuvieron una presión al alza, particularmente en los países periféricos. Estas tendencias comenzaron a remitir a partir del 10 de junio, tras los favorables resultados de las subastas de deuda pública y particularmente en algunos países después de la publicación de las pruebas de resistencia de los bancos nacionales. No obstante, el diferencial de la deuda griega siguió siendo extremadamente elevado, tras la nueva rebaja de la calificación crediticia soberana, por parte de Moody's, hasta niveles especulativos, como ya había hecho S&P en abril. Además de la deuda helena, Moody's también rebajó la calificación de los bonos soberanos portugueses, hasta A1, y de los irlandeses, hasta Aa2.

Las primas de riesgo en los mercados de renta fija privada también experimentaron un repunte desde marzo, aunque relativamente moderado. Por su parte, el coste de los préstamos bancarios al sector privado se mantuvo estable, salvo en los contratos para adquisición de vivienda, donde se produjo un descenso, hasta el 3,58% en las nuevas operaciones de mayo, frente al 3,66% en marzo. No obstante, las condiciones de financiación siguieron siendo estrictas. De acuerdo con la Encuesta sobre Préstamos Bancarios del segundo trimestre, los criterios de aprobación de nuevos préstamos a hogares y sociedades volvieron a experimentar un ligero endurecimiento, comportamiento que se espera prosiga en los tres próximos meses. Además, la demanda de préstamos mantuvo su debilidad y no experimentó variaciones, salvo en el crédito para vivienda —que aumentó ligeramente—. En este contexto, el crecimiento interanual de los préstamos bancarios al sector privado registró una suave recuperación (véase gráfico 11). Los préstamos a sociedades no financieras disminuyeron su caída interanual hasta el -1,9% en junio, desde el -2,4% en marzo. En el caso de los hogares, el crédito bancario creció un 2,8% interanual en junio, ocho décimas más que en marzo, lo que se explica por el mayor dinamismo de los fondos destinados a la adquisición de vivienda. Los préstamos al consumo, en cambio, incrementaron su caída interanual hasta el -1,6% a finales del segundo trimestre.

La evolución de los mercados de renta variable también reflejó el clima de inseguridad con retrocesos acusados en los índices (véase gráfico 13). Influidas por el hecho de que algunas incertidumbres se fueron despejando, las bolsas recobraron una tendencia alcista en julio. Con todo, el índice EUROSTOXX 50 acumula desde finales de 2009 un retroceso próximo al 7%. En la misma línea, el tipo de cambio del euro respecto al dólar experimentó una brusca



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.

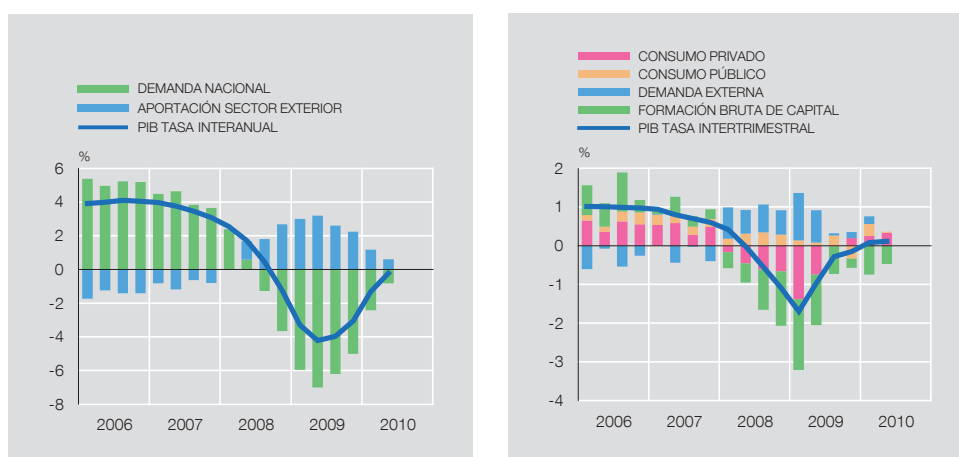
caída hasta principios de junio, y desde entonces se ha apreciado más de un 8%, lo que supone una depreciación próxima al 8% en el año en términos efectivos nominales. Finalmente, la evolución monetaria siguió mostrando un escaso dinamismo, con una tasa de crecimiento interanual ligeramente positiva en junio.

#### 4 La economía española

Según las estimaciones de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), el ritmo de contracción interanual del PIB continuó moderándose en el primer trimestre de 2010. En concreto, el descenso fue del 1,3%, caída inferior en 1,8 pp a la observada en el trimestre final de 2009. La tasa intertrimestral fue del 0,1%, su primer valor positivo tras siete trimestres consecutivos de caídas y, en consecuencia, la salida del período recesivo iniciado en el segundo trimestre de 2008, durante el cual el retroceso acumulado del PIB ascendió a un 4,6%. Al igual que en los trimestres precedentes, la menor disminución interanual del producto fue consecuencia de una nueva reducción de la contribución negativa de la demanda nacional, compensada parcialmente por una aportación menos positiva del saldo neto exterior. La moderación del retroceso interanual del empleo revistió una mayor intensidad que en el caso de la actividad, de modo que el crecimiento de la productividad aparente se desaceleró hasta el 2,4%, tasa que, aunque elevada, resultó ser inferior a los registros superiores al 3% que tuvieron lugar a lo largo de 2009.

La información disponible indica que en el segundo trimestre de 2010 el producto mantuvo una tasa de variación moderadamente positiva en términos intertrimestrales, que habría podido situarse en el 0,2%. Esta evolución tuvo lugar en un entorno en el que la progresiva recuperación de la economía mundial, impulsada desde los países emergentes, y algunos factores de naturaleza transitoria (tales como el final del período de vigencia de algunas medidas de apoyo público a la demanda o la anticipación de gasto ante la entrada en vigor del alza del IVA) compensaron el efecto negativo sobre la confianza de algunos agentes que pudo generar el nuevo brote de inestabilidad financiera con origen en los mercados de deuda soberana. En términos interanuales, se estima que la caída del PIB continuó atenuándose en el segundo trimestre de 2010, hasta el -0,2%, retroceso que es 1,1 pp menos acusado que el observado en los tres primeros meses de este año (véase gráfico 14). Estos desarrollos estarían reflejando el tono progresivamente menos desfavorable de la demanda nacional, cuya caída se moderó hasta el -0,8% en términos interanuales, como consecuencia, sobre todo, del repunte del consumo privado. La contribución del sector exterior al crecimiento interanual del PIB se mantuvo en niveles positivos (0,6 pp), pero apreciablemente menores que en los últimos trimestres, debido al tirón de las compras al exterior, favorecidas por la mejoría de las exportaciones —que presentan un elevado contenido importador— y por una serie de factores transitorios que habrían estimulado las compras exteriores de bienes de consumo duraderos.

En el segundo trimestre se estima que el proceso de destrucción de puestos de trabajo habría seguido atenuándose, hasta el -2,6% interanual. La moderación de la caída —de 1 pp— es de magnitud similar a la experimentada por el producto, de modo que el ritmo de avance de la productividad se habría mantenido en niveles próximos a los del trimestre precedente. Por su parte, la remuneración por asalariado habría frenado considerablemente su pauta de expansión, lo que, dado el crecimiento aún elevado de la productividad, habría conducido a tasas de variación negativas de los costes laborales unitarios. Finalmente, el repunte de las tasas de crecimiento interanual del IPC iniciado a finales de 2009 se prolongó en el segundo trimestre de este año, hasta alcanzar el 1,5% en junio. Esta evolución se debió sobre todo al encarecimiento de la energía, mientras que el ritmo de expansión del IPSEBENE permaneció en cotas reducidas, si bien experimentó una modesta aceleración a lo largo del trimestre. El indicador adelantado del IAPC correspondiente a julio ha comenzado a reflejar los efectos de la subida del IVA, con un aumento de la tasa interanual hasta el 1,9%.



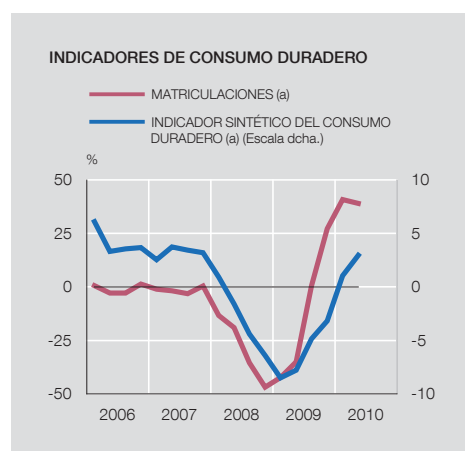
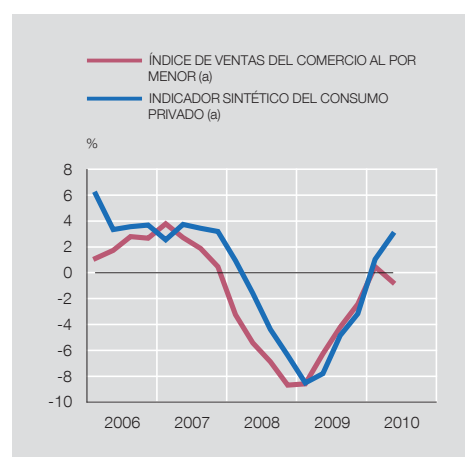
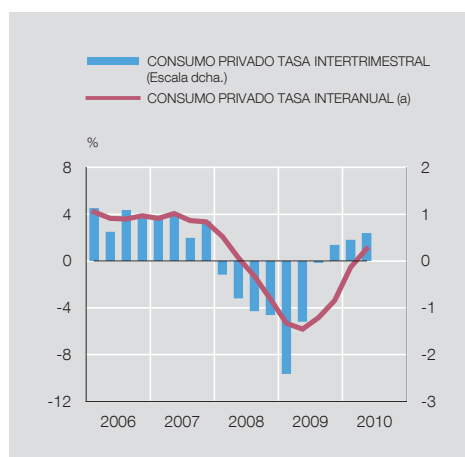
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Tasas de variación interanual calculadas sobre datos ajustados de estacionalidad.

#### 4.1 Demanda

En el segundo trimestre de 2010, el consumo privado se expandió, en términos intertrimestrales, a ritmos similares a los del trimestre previo, lo que resultó, al mismo tiempo, en la primera variación interanual positiva tras casi dos años. Los indicadores de confianza relacionados con este componente de gasto tuvieron una evolución divergente, puesto que, mientras que el de los consumidores acusó cierto descenso, que parece reflejar el recrudescimiento de las tensiones en los mercados financieros, el de los comerciantes minoristas siguió mejorando, aunque a un ritmo inferior al del primer trimestre (véase gráfico 15). Ya en julio se produjeron descensos en ambos indicadores (de pequeña cuantía en el primer caso, pero de una intensidad notable en el segundo). Por su parte, los indicadores cuantitativos apuntan a una evolución relativamente heterogénea entre los distintos componentes del gasto de consumo. Así, volvió a destacar el intenso crecimiento interanual de las matriculaciones de vehículos particulares (con una tasa algo superior al 30% en el segundo trimestre), lo que está relacionado con cierto efecto de anticipación del gasto ante el final del período de vigencia del Plan 2000E y ante la elevación de tipos del IVA al inicio del tercer trimestre. Este último factor explicaría asimismo el intenso dinamismo mostrado por el resto de bienes duraderos, junto con otros factores también de naturaleza transitoria, tales como el proceso de implantación de la TDT o la celebración del Mundial de Fútbol. En cambio, el consumo de bienes no duraderos tuvo un comportamiento menos favorable, como recoge la evolución del índice de comercio al por menor, que retrocedió en el conjunto del trimestre, tras el repunte del primero.

Al inicio del tercer trimestre, la evolución del gasto de consumo de las familias podría verse condicionada en alguna medida por el encarecimiento motivado por el alza de impuestos indirectos, si bien, en un horizonte temporal más amplio, cabe esperar una continuación de la recuperación del consumo privado, aunque a un ritmo más atenuado. Por un lado, ello se debería al mantenimiento de algunos de los factores que han incidido sobre el gasto de los consumidores, como son la evolución todavía desfavorable del mercado laboral, la disminución de riqueza o unas condiciones crediticias relativamente restrictivas. Por otro lado, la consolidación fiscal podría tener un cierto impacto sobre la renta disponible de las familias a corto plazo, que, no obstante, se vería compensado por los efectos beneficiosos sobre la confianza de los hogares en el medio plazo resultantes de la reducción de la incertidumbre que comporta el proceso de ajuste presupuestario. De acuerdo con la información disponible de las cuentas no financieras de los sectores institucionales, que abarca hasta el primer tri-



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

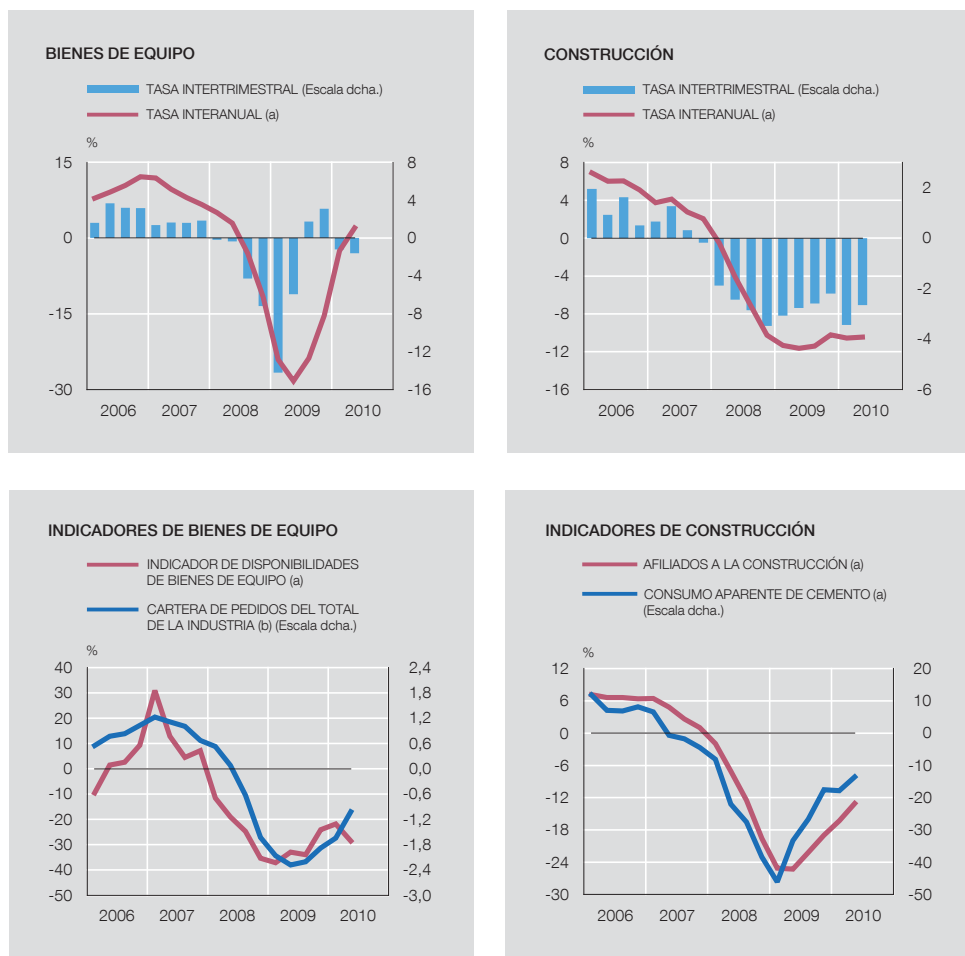
a. Tasas interanuales calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad.

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

mestre de 2010, en términos acumulados de cuatro trimestres la renta de las familias siguió desacelerándose y la tasa de ahorro experimentó un ligero descenso, situándose en el 18,5% de la renta bruta disponible, 0,3 pp inferior a la alcanzada en el conjunto de 2009. Cabe esperar que esta disminución se prolongue en los trimestres venideros como resultado del efecto simultáneo de la recuperación paulatina del gasto de los hogares y de la desaceleración de sus rentas.

Por su parte, se estima que el consumo final de las AAPP ralentizó su ritmo de crecimiento interanual en el segundo trimestre, aunque la desaceleración habría sido modesta, toda vez que aún no habían tenido pleno efecto sobre este componente de gasto las medidas fiscales aprobadas a mediados de mayo. Este perfil estaría corroborado por los datos de ejecución presupuestaria correspondientes a junio, en los que se aprecia una desaceleración de los gastos de personal coherente con el recorte de las retribuciones de los empleados públicos, mientras que, por el contrario, las compras netas muestran una mayor inercia.

Según la información disponible, la inversión en bienes de equipo habría caído por segundo trimestre consecutivo en términos intertrimestrales, tras la mejora transitoria observada en el segundo semestre de 2009. Entre los indicadores cuantitativos, las matriculaciones de vehículos de carga mostraron un perfil de desaceleración en el período de abril-junio, reflejando un cierto agotamiento



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

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

del impulso del Plan 2000E, aunque la tasa intertrimestral fue todavía positiva, a diferencia de lo observado en el indicador de disponibilidades. Entre los indicadores cualitativos, la confianza de los empresarios, tanto del conjunto de la industria como de las ramas productoras de bienes de equipo, volvió a aumentar en el segundo trimestre del año, con mejoras en la valoración de la cartera de pedidos. Por último, la utilización de la capacidad productiva en la industria manufacturera se encuentra todavía claramente por debajo de su media histórica, si bien en las encuestas trimestrales de abril y julio acumuló una mejora de 4 pp, hasta el 72,7%. En todo caso, estos desarrollos son coherentes con una mejora adicional en términos de la tasa interanual, que, con elevada probabilidad, habría alcanzado valores positivos en el segundo trimestre (véase gráfico 16).

La incertidumbre sobre la intensidad de la recuperación y el mantenimiento de un entorno restrictivo para el acceso al crédito continuarían frenando en los próximos trimestres la puesta en marcha de nuevos proyectos de inversión por parte de las sociedades no financieras, como ilustran los resultados de la Encuesta de Inversiones Industriales del primer semestre. Al mismo tiempo, las empresas parecen estar acometiendo un cierto saneamiento de sus balances, de manera que, en los cuatro trimestres que van hasta el primero de 2010, las necesidades de financiación del sector se recortaron en 1 pp en comparación con las observadas en

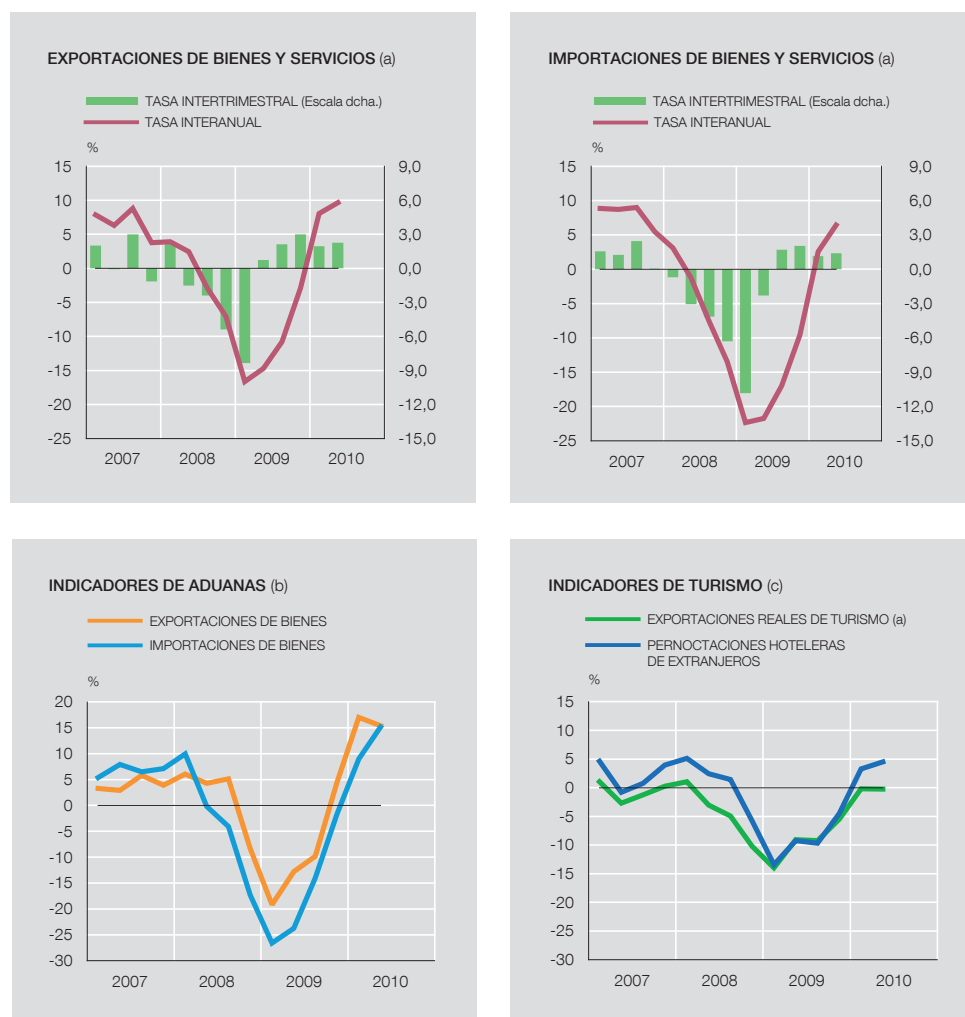
el conjunto de 2009, hasta situarse en el 1,2% del PIB. A esta evolución contribuyeron la reducción de la inversión y la recuperación del ahorro empresarial, esta última impulsada por el menor descenso del excedente y por el recorte en los pagos por intereses.

En cuanto a la inversión en construcción, los distintos indicadores disponibles apuntan a una tenue disminución del ritmo de contracción interanual, compatible con una suavización algo mayor de la caída intertrimestral. Así, tanto los indicadores de consumos intermedios como los relativos al empleo, disponibles hasta mayo en el primer caso y hasta junio en el segundo, recogen una disminución de su ritmo de ajuste, con tasas interanuales menos negativas que en los trimestres previos. Adicionalmente, los indicadores cualitativos que recogen el sentimiento de los empresarios del sector muestran una cierta recuperación de la confianza, si se comparan entre sí los promedios de los datos correspondientes al segundo trimestre y al primero, tendencia que continuó en julio.

Por tipo de obra, la información disponible apunta a un comportamiento divergente entre la inversión residencial, donde el retroceso interanual se habría moderado, y el resto de construcciones, donde se habría hecho más intenso. No obstante, en el primer caso, el ritmo de caída habría seguido siendo elevado, a tenor del significativo descenso en el saldo de viviendas en construcción, pues, a pesar de la progresiva disminución del flujo de viviendas terminadas, este continúa siendo superior al de las nuevas iniciaciones. En concreto, el número de viviendas visadas en el mes de mayo fue de unas 8.400, nivel solo ligeramente superior al promedio mensual observado desde la primavera de 2009 y apenas un 15% del promedio de visados observado por término medio en un mes de 2007. Por el lado de la demanda, de acuerdo con los datos de transacciones y de hipotecas concedidas, se ha producido una cierta recuperación de las cifras de compraventas durante los últimos meses. Esta evolución relativamente favorable podría estar vinculada con la mejora de los indicadores de accesibilidad, como resultado de los descensos de los tipos de interés y del precio de la vivienda, así como con el impulso derivado de una serie de factores fiscales, como la subida del IVA en julio y la eliminación parcial de las deducciones fiscales por adquisición de vivienda en enero del año que viene. Por lo que se refiere al resto de construcciones, los visados de edificación no residencial evolucionaron desfavorablemente hasta el mes de mayo, en tanto que los datos recientes de ejecución de obra civil se han resentido de la posible disminución en el volumen de proyectos financiados por el Fondo Estatal para el Empleo y la Sostenibilidad Local en relación con el anterior Fondo Estatal de Inversión Local de 2009, trayectoria que cabe prever continúe en el futuro como consecuencia de los planes de recorte de la inversión pública.

La última información disponible apunta a que, en el segundo trimestre de 2010, la aportación de la demanda exterior neta al crecimiento interanual del PIB habría continuado siendo positiva, aunque inferior a la del primer trimestre, como resultado de que, aunque tanto las exportaciones como las importaciones experimentaron un notable repunte, este fue más intenso en el segundo caso (véase gráfico 17). La notable aceleración de las compras exteriores está en consonancia con el vigor de algunos componentes de la demanda cuyo contenido importador es relativamente elevado, como es el caso de las exportaciones y del consumo de bienes duraderos, que se vio impulsado, como se ha indicado, por algunos factores transitorios. Por su parte, las ventas al exterior repuntaron al compás del fortalecimiento de los mercados exteriores —cuya tasa de crecimiento se aceleró desde el 16,5% del primer trimestre hasta el 19,2% en el promedio de abril y mayo— y del comportamiento favorable de los índices de competitividad-precio, favorecido por la depreciación del tipo de cambio efectivo nominal desde comienzos de año.

De acuerdo con los datos procedentes de Aduanas, las exportaciones reales de bienes aumentaron un 15,6% interanual en el período de abril-mayo, algo por debajo de la tasa obser-



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Economía y Hacienda, 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.

vada en el primer trimestre (17,4%), aunque el dato de abril podría estar afectado, en parte, por la crisis de las cenizas volcánicas. El mayor dinamismo exportador se materializó sobre todo en los componentes de bienes de equipo, gracias, fundamentalmente, a los notables avances que experimentaron las partidas de material de transporte naval y terrestre —que, especialmente en el primer caso, tienen un componente transitorio—, y de bienes intermedios no energéticos. Al mismo tiempo, se moderaron las exportaciones de bienes de consumo duradero, al debilitarse las ventas de automóviles a medida que finalizaban los planes de ayudas directas a la compra de vehículos puestos en marcha en numerosas economías europeas. Por áreas geográficas, la mejora se extendió tanto a las ventas reales dirigidas a la UE como, en mayor medida, a las destinadas a terceros mercados, destacando los notables avances que registraron las exportaciones a China, países del Sudeste asiático y Japón.

El análisis de las exportaciones reales de servicios turísticos del segundo trimestre estuvo muy condicionado por una serie de factores transitorios que tuvieron un impacto sustancial sobre los indicadores (véase recuadro 5). Estos incluyen el diferente calendario de la Semana Santa en 2009 y 2010 y, sobre todo, los efectos de la nube de ceniza provocada por el

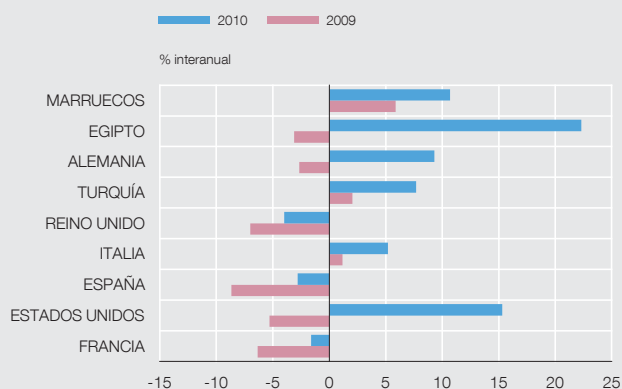


Las exportaciones turísticas españolas cayeron un 9,6% en 2009, tras haber retrocedido un 4,3% en 2008, según los datos de la CNTR. Los descensos en términos intertrimestrales fueron especialmente intensos entre el segundo trimestre de 2008 y el primero de 2009 (de unos 4 pp por término medio en cada uno de esos trimestres). Por su parte, las entradas de turistas acumularon una caída del 11,3% entre 2008 y 2009. Obviamente, el principal factor explicativo de este comportamiento son los efectos de la crisis económica internacional, que se dejaron sentir con mayor crudeza precisamente en los meses finales de 2008 y los iniciales de 2009. En todo caso, durante la crisis, la evolución del turismo no residente fue más desfavorable en España que a escala internacional. En concreto, según la Organización Mundial del Turismo (OMT), los ingresos reales mundiales retrocedieron entre 2008 y 2009 un 4,3%, y las entradas de turistas globales, un 2,2%. Por tanto, deben existir otros factores que expliquen la evolución observada.

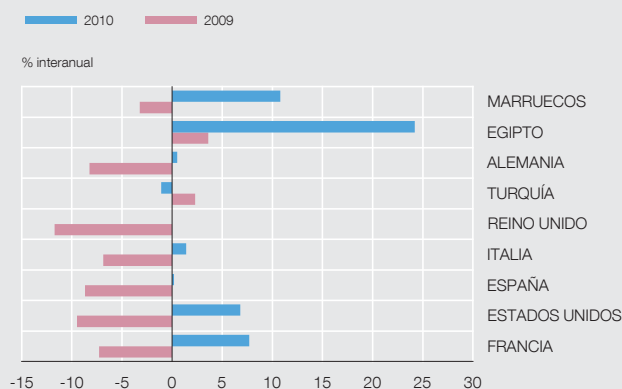
Una primera posibilidad es que, aunque la crisis haya golpeado a todos los países receptores, lo haya hecho con intensidad diferente en cada caso. En efecto, como se puede observar en el gráfico, du-

rante 2009 el retroceso de las llegadas de turistas a España o de los ingresos por turismo fue comparable al registrado en los países de Europa del norte y central. Sin embargo, los destinos del arco mediterráneo que compiten más directamente con España mostraron una mayor resistencia a los efectos de la recesión mundial, destacando los casos de Turquía y Marruecos. A su vez, existen dos explicaciones potenciales para ello. Una primera es que la composición por pesos de los distintos mercados emisores dentro de las exportaciones de turismo de cada país receptor sea diferente. En este sentido, el descenso de las llegadas de turistas a España se extendió en 2009 a la mayoría de nuestros principales mercados emisores, destacando, como se aprecia en el gráfico, los retrocesos de Reino Unido y Alemania, que todavía no muestran indicios de una recuperación sólida de la demanda turística. En concreto, dado el importante peso de Reino Unido entre nuestros mercados emisores (alrededor del 25%), una parte de la mayor incidencia de la crisis sobre el turismo en España en comparación con otros países se explica por la apreciación del tipo de cambio del euro frente a la libra. La segunda explicación es que, puesto que la crisis ha afectado negativamente a las rentas de los potenciales turistas, estos hayan decidido sustituir

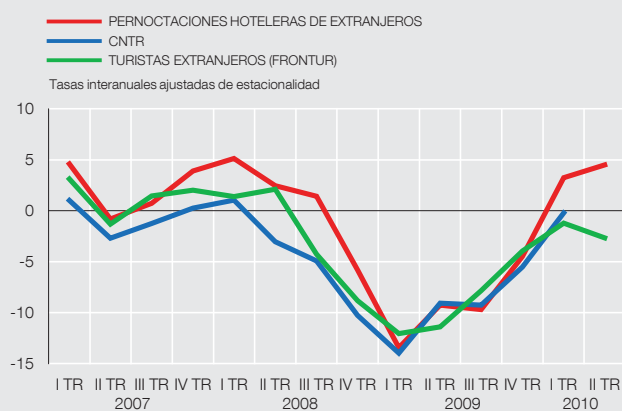
1 LLEGADAS INTERNACIONALES DE TURISTAS (a)



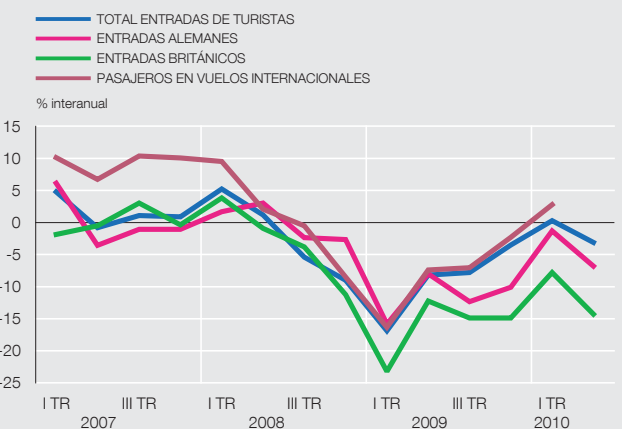
2 INGRESOS POR TURISMO (a)



3 INGRESOS POR TURISMO REALES



4 ENTRADAS DE TURISTAS Y VUELOS INTERNACIONALES



FUENTES: IET, Organización Mundial del Turismo, Ministerio de Fomento y Banco de España.

a. Los datos del año 2010 son provisionales. Para el caso de las entradas de turistas el dato se refiere al acumulado enero-febrero para Estados Unidos; enero-marzo para Francia e Italia; enero-abril para Reino Unido, Alemania y Marruecos; enero-mayo para España, Turquía y Egipto. En el caso de los ingresos por turismo, el dato se refiere al acumulado enero-marzo para Italia, Francia, Países Bajos, Egipto; enero-abril para el resto de países.

su demanda de servicios turísticos en destinos de mayor coste por otros más baratos.

La evidencia apunta a que España ha continuado perdiendo cuota en nuestros dos principales mercados emisores —Reino Unido y Alemania—. En efecto, el turismo no residente español continúa comportándose con mayor debilidad que los flujos turísticos internacionales, que muestran una recuperación más sólida (las llegadas de turistas mundiales aumentaron un 7% hasta abril), aunque bastante desigual entre las distintas áreas. Las economías emergentes, particularmente las asiáticas —cuya posición cíclica es más adelantada que la de las economías avanzadas—, están liderando dicha recuperación, mientras que, por el contrario, en Europa las llegadas de turistas crecieron muy débilmente, con un fuerte descenso en Europa del Norte.

No obstante, la evolución desfavorable del turismo no residente español también tiene un componente estructural, como indica el hecho de que, desde el año 2000, las exportaciones turísticas hayan crecido, por término medio, en torno a 3,5 pp menos de lo que lo han hecho los ingresos reales mundiales. Por tanto, más allá de los efectos de la crisis y de otros factores coyunturales, la evolución observada en los últimos años debe ser enmarcada dentro de un contexto de pérdida de competitividad de la oferta de nuestro país frente a los competidores del Mediterráneo oriental, que, en el segmento de turismo de playa, en algunos casos compiten con instalaciones más modernas que las españolas y con una relación calidad-precio más favorable.

Una vez pasado el momento de mayor intensidad de la crisis, el turismo no residente inició en España una senda de recuperación paulatina desde el último tramo de 2009, con una moderación gradual de los descensos de los ingresos turísticos en términos reales —hasta el -0,2% en el primer trimestre de 2010, según la CNTR— y una recuperación progresiva de las entradas de turistas. En el segundo trimestre se han conjugado dos razones que dificultan la interpretación de los datos de coyuntura turística, pues han introducido elevadas dosis de volatilidad en los mismos, provocando, en particular, que la información referida a abril intensificara fuertemente los retrocesos. En

concreto, esa evolución pudo reflejar el efecto del diferente calendario de la Semana Santa en 2010 en comparación con 2009, pero, sobre todo, las restricciones sufridas por el espacio aéreo europeo como consecuencia de la erupción del volcán islandés, que explica en buena medida la mencionada debilidad de las llegadas de turistas a Europa, que descendieron un 3% en abril. Estos retrocesos fueron especialmente significativos en el caso de las operaciones en las que al menos el origen o el destino tuvieron lugar en un país de Europa Occidental o del Norte, o bien dependían del tráfico aéreo en esas regiones. Dada la composición por origen de los turistas no residentes en España, las entradas de pasajeros en vuelos internacionales y las llegadas de turistas retrocedieron sensiblemente (un 12% y un 13% interanual, respectivamente), lo que se reflejó en las pernoctaciones y en la estancia media hoteleras —que, en todo caso, están manteniendo en el conjunto de 2010 un tono dinámico, en un contexto de fuertes rebajas de los precios de los hoteles—. En consecuencia, en abril los ingresos turísticos nominales volvieron a descender, un 4,7%, de acuerdo con los datos de Balanza de Pagos.

Los indicadores turísticos de meses posteriores apuntan a un retorno a la senda de crecimiento gradual, aunque los datos del conjunto del segundo trimestre se verán afectados negativamente por los efectos transitorios de la mencionada erupción volcánica. Así, en dicho período, las llegadas de turistas extranjeros se redujeron un 3,1%, con lo que disminuyeron un 1,8% en el conjunto del primer semestre. Este comportamiento se trasladará previsiblemente a los ingresos reales turísticos, que seguirían decreciendo interanualmente en el segundo trimestre.

La evolución en los próximos meses del turismo no residente en nuestro país estará condicionada por el perfil de relativamente débil recuperación de algunos de nuestros mercados. En este contexto, el potencial de crecimiento del sector turístico español pasa por mejorar la calidad y potenciar el proceso de diversificación hacia segmentos turísticos con mayor capacidad de gasto, entre los que destacan el urbano y de negocios, menos sensibles a la competencia de los destinos de sol y playa del arco mediterráneo, con ventajas en precios y costes.

volcán islandés, que provocó el cierre del espacio aéreo europeo durante una semana en abril y la cancelación de miles de vuelos en mayo. Así, tanto los ingresos turísticos según la información de Balanza de Pagos como los distintos indicadores nominales y reales registraron un perfil de caída notable en abril y de recuperación en los dos meses siguientes, pese a que los datos de mayo aún estuvieron afectados parcialmente por la nube de ceniza volcánica. En concreto, las entradas de turistas extranjeros repuntaron en tasa interanual desde el -13,3% de abril hasta el 1,7% en junio, mientras que las pernoctaciones hoteleras efectuadas por viajeros no residentes lo hicieron desde el 0,1% al 5,5%, y el gasto total de los turistas extranjeros, desde el -11,3% al 2,4%. En cuanto a las exportaciones de servicios no turísticos, los datos de Balanza de Pagos referidos al bimestre de abril-mayo apuntan a una cierta mejora en el segundo trimestre, en línea con la recuperación del comercio de mercancías.

En cuanto a la vertiente importadora, con la información más reciente se estima que las compras exteriores de bienes repuntaron fuertemente en el segundo trimestre de 2010. En concreto, según los datos de Aduanas, las importaciones reales de bienes se incrementaron un 17,6% interanual, superando ampliamente el avance medio del primer trimestre (8,8%), lo que refleja la evolución más favorable de la demanda nacional y la fortaleza de las exportaciones. Por grupos de productos, hay que destacar los fuertes repuntes que registraron las adquisiciones de productos intermedios destinados a las industrias químicas, siderúrgica y de producción de medios de transporte, en línea con la recuperación de la actividad de estas ramas, así como las compras de bienes de consumo duradero (excepto automóviles), lo que podría estar relacionado con la adquisición de electrodomésticos por el apagón analógico y con la anticipación de la próxima subida de la imposición indirecta. Por último, los datos de Balanza de Pagos hasta mayo apuntan hacia una cierta mejoría de las importaciones reales de servicios en el segundo trimestre de 2010, tanto en su vertiente de turismo como en la de servicios no turísticos.

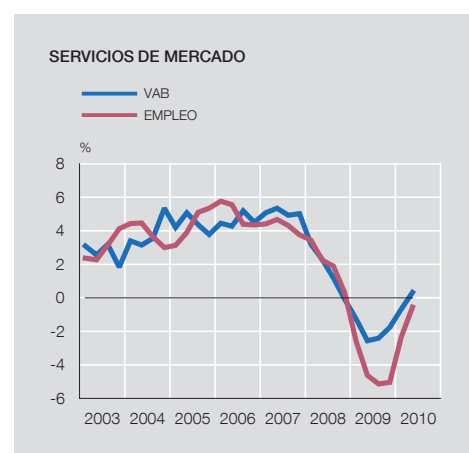
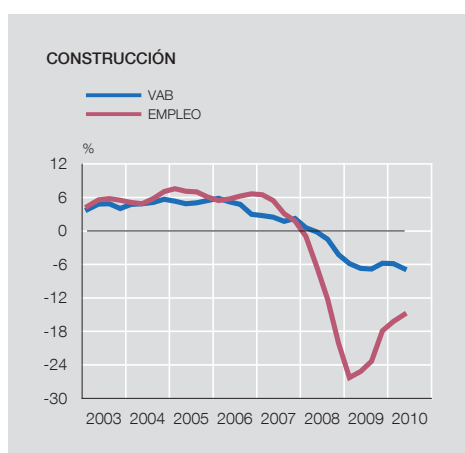
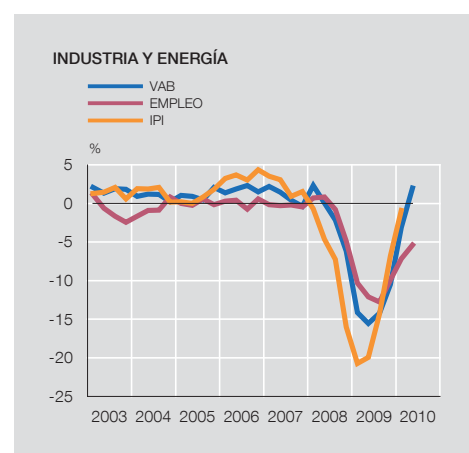
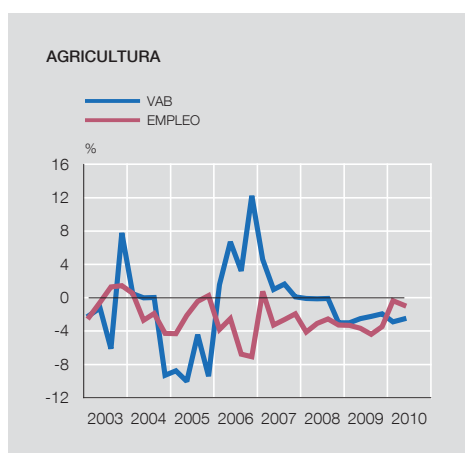
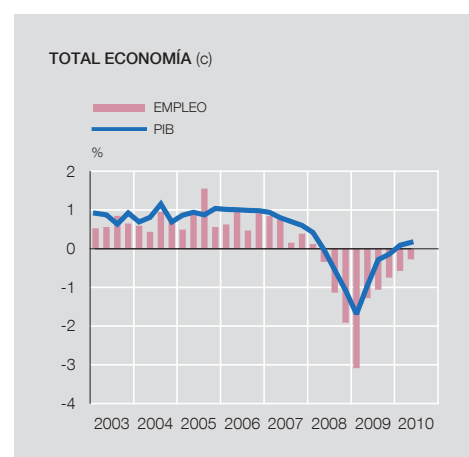
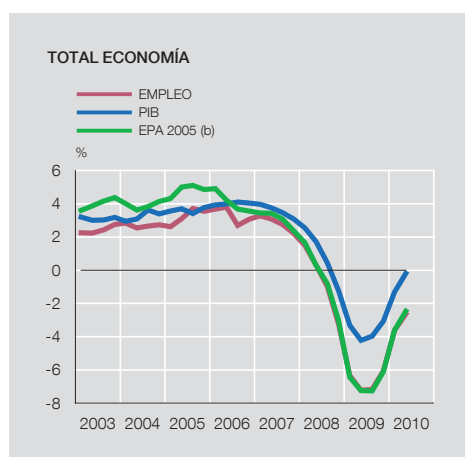
#### **4.2 Producción y empleo**

Durante el segundo trimestre de 2010, el valor añadido bruto del conjunto de la economía de mercado se habría mantenido estable frente al primer cuarto del año, si bien en términos interanuales habría seguido moderándose el ritmo de caída de la actividad. En la industria y los servicios de mercado se habrían registrado incluso tasas interanuales positivas por primera vez desde mediados de 2008 (véase gráfico 18).

La rama de la industria volvió a registrar un desempeño intertrimestral positivo durante el segundo trimestre, aunque a un ritmo más moderado que en el primero. El índice de producción industrial (IPI) tuvo un comportamiento favorable en los meses de abril y mayo, con lo que, a falta del dato de junio, es muy probable que haya cerrado su primer trimestre con tasas interanuales positivas desde el año 2007. Entre los indicadores de mercado de trabajo, el ritmo interanual de caída del número de afiliados se atenuó en más de 2 pp, hasta el 4,9%, y la cifra de parados registrados tendió a estabilizarse. Por su parte, el promedio trimestral de los indicadores de opinión también mejoró en el segundo trimestre, aunque los perfiles a lo largo del mismo del indicador de la Comisión Europea y del PMI difirieron entre sí. Así, frente a la mejora continuada del primero, el segundo se deterioró gradualmente, llegando a situarse en el mes de junio en un registro inferior al de marzo, aunque, no obstante, se mantuvo por encima del umbral de expansión. Ya en el mes de julio, el indicador de confianza de la Comisión volvió a registrar un ligero empeoramiento.

Por lo que respecta al sector de la construcción, habría mantenido ritmos similares de contracción del valor añadido en el segundo trimestre, como consecuencia de una moderación de los ritmos de caída de la inversión residencial que habría compensado, en líneas generales, el retroceso registrado por la obra pública.

En los servicios de mercado, la información disponible para el segundo trimestre de 2010 apunta hacia un retorno a tasas intertrimestrales moderadamente positivas tras la contracción, igualmente modesta, observada en el período de enero-marzo. Esta valoración se sustenta sobre la evolución de los indicadores de naturaleza cuantitativa. Así, tanto el índice de actividad del sector servicios como las ventas de las grandes empresas tuvieron un registro interanual más favorable que en el primer trimestre, siendo las ramas del comercio, transporte y hostelería las que mostraron un mejor comportamiento, en detrimento de las asociadas a servicios de empresas, que siguen presentando una importante atonía. En cuanto al empleo, las cifras medias de afiliados del sector presentaron una ligera variación positiva por segundo trimestre consecutivo, tras más de seis trimestres de sucesivas caídas. En cambio, los indicadores cualitativos se comportaron de forma heterogénea, puesto que, mientras que el índice



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Fomento 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.

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.

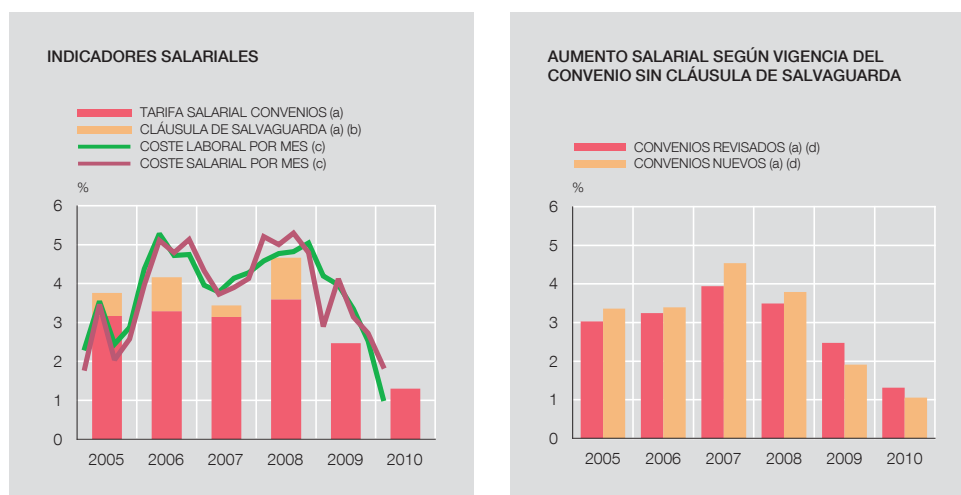
PMI se situó en el segundo trimestre por encima del umbral de expansión, tras más de año y medio por debajo del mismo, la encuesta de opinión de la Comisión Europea relativa al sector experimentó un retroceso, que se prolongó en julio.

En el mercado de trabajo, los distintos indicadores coyunturales disponibles apuntan a una nueva moderación en el ritmo de caída del empleo en el segundo trimestre del año. Así, el número medio de afiliados a la Seguridad Social se redujo un 1,9% en tasa interanual, lo que representa una ralentización de 1,1 pp con respecto al ritmo de caída observado un trimestre antes. Además, en términos trimestrales, el descenso del número de afiliados se atenuó en una décima, hasta el -0,3%. Por su parte, la contratación registrada en el INEM volvió a repuntar en términos interanuales en el segundo trimestre (con un 4,2%, frente al 2% del período anterior), impulsada por la modalidad temporal.

La EPA del segundo trimestre muestra una caída interanual del empleo del -2,5%, inferior en 1,1 pp a la del trimestre anterior. El menor descenso interanual del empleo afectó a todas las ramas de la economía de mercado, con excepción de la agricultura, y fue especialmente importante en la construcción y la industria. La ralentización en el ritmo de caída del empleo se trasladó especialmente al colectivo de asalariados, que disminuyeron un 2,4% interanual, frente al 3,7% del trimestre pasado, si bien los no asalariados también mejoraron ligeramente, mostrando una caída del 3%, frente al 3,3% precedente. Por nacionalidad, la intensidad de la destrucción del empleo se ralentizó en mayor medida en el caso de los trabajadores españoles, que presentaron una caída del 2,1%, por un 4,6% del colectivo extranjero. Por lo que respecta a la duración del contrato, los asalariados temporales volvieron a moderar su ritmo de caída interanual (-3,8%), si bien continuaron mostrando un ajuste superior al observado entre el colectivo con empleo indefinido, que disminuyó un 1,9%. Como resultado, la ratio de temporalidad se incrementó ligeramente, hasta el 24,9%, siendo 5 décimas superior a la observada el trimestre anterior, aunque aún ligeramente inferior a la existente un año antes (25,2%). Por último, la contratación a tiempo parcial continuó la senda de crecimiento iniciada un trimestre antes, con un crecimiento del 2%, mientras que los asalariados a tiempo completo disminuyeron un 3,1%. Esta evolución situó la ratio de parcialidad en el 13,5%, frente al 12,9% de un año antes.

La población activa se recuperó notablemente de las caídas registradas en los dos últimos trimestres, con un crecimiento del 0,2%. Esta recuperación se fundamentó en la entrada de jóvenes y de varones nacionales mayores de 45 años en la fuerza laboral. La población mayor de 16 años mantuvo el crecimiento del 0,1%, mientras que la tasa de actividad se incrementó al 60,1% (desde el 59,8% observado en los tres trimestres anteriores). Atendiendo a la desagregación por sexos, la población activa femenina repuntó ligeramente en el segundo trimestre, hasta un crecimiento del 1,6% (1,4% en el primero), mientras que el colectivo masculino mantuvo la senda descendente, aunque la ralentizó (del -1,8% del primer trimestre al -0,9% del segundo). Por nacionalidad, los activos de nacionalidad extranjera disminuyeron un 1,5%, como consecuencia principalmente de la continuación del proceso de reducción de la población extranjera, un -0,7% en términos interanuales. La tasa de actividad de este colectivo, sin embargo, se redujo hasta el 76,91%. Los activos de nacionalidad española, por su parte, se incrementaron en 0,5%, y su tasa de actividad alcanzó el 57,7%.

Finalmente, el desempleo aumentó en torno a 30.000 personas respecto al primer trimestre, situándose en 4,6 millones. No obstante, el aumento interanual se moderó hasta alrededor de 500.000 personas, con una tasa de variación interanual del 12,3%, por debajo del 15% del trimestre precedente. La tasa de paro se elevó una décima en el trimestre, hasta alcanzar el 20,1% de la población activa. El paro registrado del INEM coincidió en mostrar una ralentiza-



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

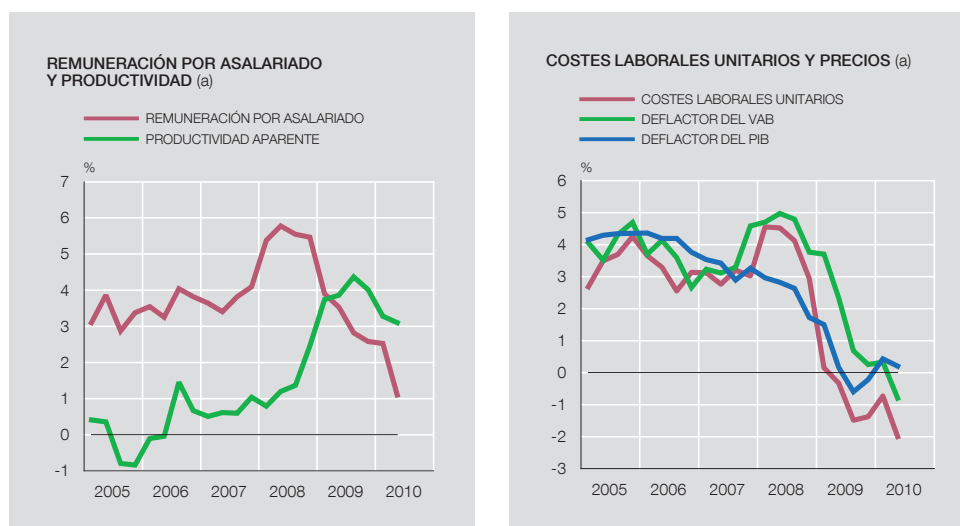
- a. El último año, con información de convenios colectivos hasta junio de 2010.  
 b. Cláusula de salvaguarda del año anterior.  
 c. ETCL. Tasas de variación interanuales.  
 d. Revisados: convenios con efectos económicos en el ejercicio pero que se firmaron en años anteriores, con vigencia superior 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.

ción en el aumento del número de parados en el segundo trimestre de 2010, con un incremento interanual del 12,6%, tras el 18,5% del primer trimestre.

### 4.3 Costes y precios

La evolución de la negociación colectiva en los meses más recientes ha confirmado la trayectoria de mayor moderación salarial observada desde el comienzo del año. Estos desarrollos se han visto favorecidos por el descenso de la inflación en los meses finales de 2009, que desactivó el efecto de las cláusulas de salvaguarda, y por el acuerdo plurianual firmado por los agentes sociales el pasado febrero. Es pronto para valorar si el recorte de las remuneraciones de los asalariados públicos está ejerciendo un efecto moderador sobre los crecimientos salariales en el sector privado, aunque no se puede descartar un efecto de este tipo en los próximos trimestres. Un elemento adicional que podría favorecer la moderación salarial en la segunda parte del año es la inclusión en el diseño final de la reforma del mercado de trabajo de mayores facilidades para que las empresas individuales se descuelguen respecto de algunas cláusulas de los convenios sectoriales. Los acuerdos firmados en el primer semestre del año son aún relativamente escasos, pues afectan a 3,6 millones de trabajadores (algo menos de la mitad de la cifra acumulada en la primera mitad de 2009). Casi la totalidad de estos acuerdos son convenios revisados de ejercicios anteriores, que incorporan un incremento salarial del 1,3% para 2010, algo más de 1 pp por debajo de lo pactado el año anterior (véase gráfico 19). Los convenios de nueva firma (que afectan a algo más de 200.000 trabajadores) contienen, por término medio, aumentos salariales algo más bajos para el presente ejercicio, en línea con el límite superior del 1% establecido en el acuerdo salarial firmado para el período 2010-2012.

En términos de la remuneración por asalariado, el componente de la economía de mercado experimentó una muy leve moderación en el primer trimestre de 2010, de apenas una décima, hasta el 2,5%, evolución que contrasta con los datos de la Encuesta Trimestral de Coste Laboral, de acuerdo con los cuales el coste total ralentizó su crecimiento en 1,5 pp, hasta el 1% interanual. De cara al segundo trimestre, se espera que la desaceleración observada en las tarifas negociadas contribuya a una reducción adicional del ritmo de aumento de los salarios, lo que,



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

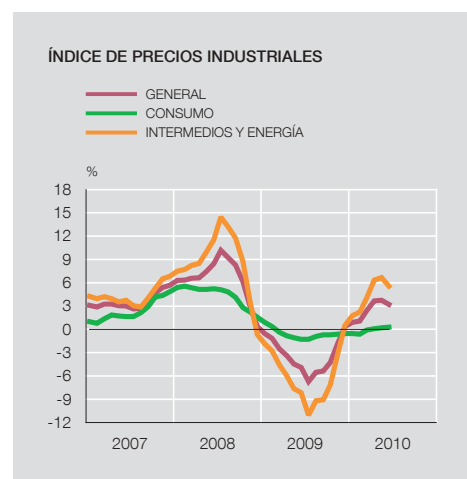
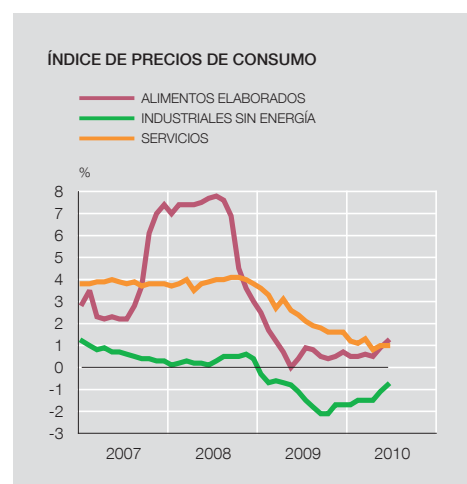
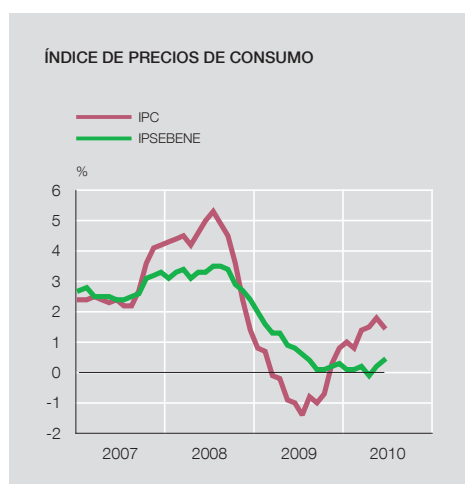
a. Tasas de variación interanuales sobre series ajustadas de estacionalidad de la CNTR.

junto con la estabilización de las tasas de avance de la productividad, permitiría una intensificación de la caída de los costes laborales unitarios en la economía de mercado (véase gráfico 20).

Por su parte, el deflactor de la demanda final se habría acelerado moderadamente en el segundo trimestre de 2010, lo que, en un contexto en el que se estima que el componente interior de la inflación —medido por el deflactor del PIB— habría seguido experimentando un crecimiento moderado, habría venido dado por el repunte de los precios de las importaciones. A su vez, este estaría motivado, fundamentalmente, por la evolución del precio del petróleo.

Los principales indicadores de precios de consumo incrementaron también su ritmo de avance en el segundo trimestre. El IPC aumentó un 1,6%, frente al crecimiento del 1,1% registrado en el período de enero-marzo (véase gráfico 21). El repunte del índice general se explicó, principalmente, por el mayor ritmo de expansión de los precios energéticos —al cual contribuyeron las subidas del precio del gas butano y natural en abril— y, en menor medida, de los alimentos elaborados. Además, los precios de los alimentos no elaborados y de los bienes industriales no energéticos atenuaron algo sus tasas de descenso. En sentido contrario, los precios de los servicios experimentaron un ligero recorte de su ritmo de crecimiento, registrando una variación del 1%. Como resultado de la evolución de sus distintos componentes, el IPSEBENE —índice que excluye los precios de la energía y de los alimentos no elaborados— repuntó una décima en el segundo trimestre, hasta registrar una tasa interanual del 0,2%.

En media trimestral, el aumento de la inflación, medido por el índice armonizado de precios de consumo (IAPC), fue de cuatro décimas tanto en España como en la zona del euro, por lo que el diferencial se mantuvo inalterado en 0,1 pp (véase gráfico 22). En términos de la inflación subyacente, el diferencial siguió siendo de -0,6 pp por tercer trimestre consecutivo, como resultado de pequeñas variaciones de signos opuestos en los diferenciales de los componentes de servicios y bienes industriales no energéticos, cuyos ritmos de crecimiento siguieron siendo, en todo caso, inferiores en España. Las variaciones en los diferenciales relativos a los componentes más volátiles fueron también modestas, con ligeras reducciones del diferencial positivo en el caso de los productos energéticos, y del negativo en el de



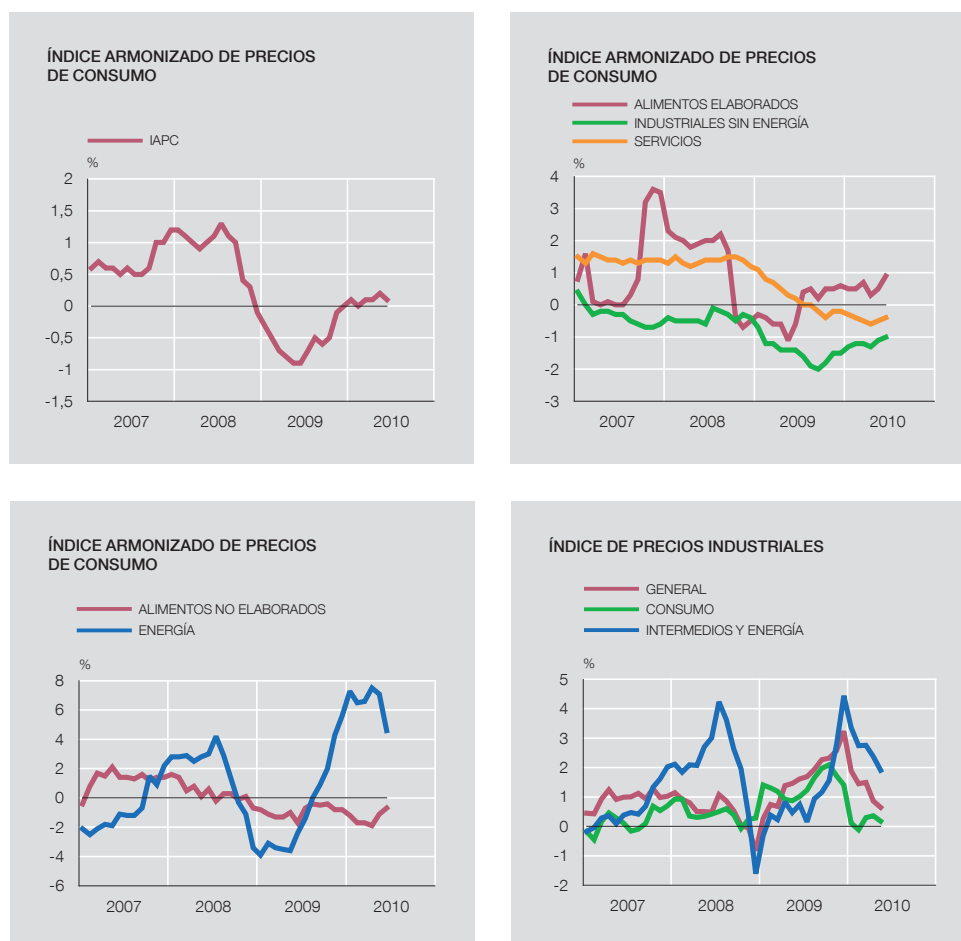
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

a. Tasas interanuales sobre las series originales.

los alimentos no elaborados. El indicador adelantado del IAPC español correspondiente al mes de julio ha comenzado a reflejar los efectos de la subida de los tipos del IVA, que se ha traducido en un aumento de la tasa interanual hasta el 1,9% en julio, 4 décimas más que en junio. Puesto que, en la UEM, el repunte habría sido de 3 décimas, el diferencial se habría situado en 0,2 pp.

Al comienzo del segundo trimestre del año prosiguió la aceleración del índice de precios industriales, de modo que la tasa interanual pasó del 2,4% de marzo al 3,7% en abril. No obstante, más recientemente esta tendencia se ha visto truncada, de modo que en junio tuvo lugar la primera ralentización en un año, hasta el 3,2%. En todo caso, esa interrupción de las alzas de la tasa interanual vino determinada por la contribución del componente energético. Por el contrario, el resto de grupos de bienes siguieron mostrando una suave tendencia a la aceleración a lo largo del trimestre, más acusada en el caso de los precios de los bienes intermedios, que alcanzaron una tasa del 3,2%, tras cinco trimestres de descensos. En la UEM, con datos hasta mayo, los precios industriales crecieron a un ritmo algo menor al de España, excepto en el caso de los bienes intermedios y de los bienes de equipo, cuyo diferencial favorable a España resultó, en todo caso, muy próximo a cero. Finalmente, los





FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a. Tasas interanuales sobre las series originales.

índices de precios de importación y exportación de productos industriales mostraron notables avances, alcanzando en el mes de mayo tasas del 10,2% y 5,5%, respectivamente, lo que vino acompañado por aceleraciones en los precios de la práctica totalidad de sus componentes.

#### 4.4 La actuación del Estado

Tras año y medio de continua ampliación interanual del déficit del Estado en términos de caja —medido en términos acumulados desde el comienzo del ejercicio—, este se redujo hasta 30,8 mm de euros en la primera mitad de 2010, frente al saldo negativo de 36,8 mm de euros registrado en el mismo período del año 2009 (véase cuadro 4). La mejora del saldo se produjo como consecuencia tanto del fuerte aumento de los ingresos (19,5%) como de la notable ralentización de los pagos, hasta una tasa del 3,6%. En ambos casos, la evolución descrita reflejó el impacto de medidas aprobadas por el Gobierno entre el año pasado y los primeros meses de este año. A la luz de la evolución observada en este primer semestre, y siempre que se materialice el impacto esperado sobre las cuentas públicas del aumento de los impuestos y el recorte de gastos previsto para la segunda parte del año, cabría esperar que la senda del saldo para el conjunto de 2010 se vaya aproximando a los objetivos presupuestarios del Gobierno. Cabe recordar que el 20 de mayo el Gobierno aprobó un conjunto de medidas de gran envergadura (véase recuadro 1) que suponen un recorte del gasto de unos 15 mm de euros en términos acumulados entre 2010 y 2011, y cuyos primeros efectos

Millones de euros y %

	Liquidación 2009	Variación porcentual 2009/2008	Presupuesto inicial 2010	Variación porcentual 2010/2009	Liquidación ene-mar. Variación porcentual 2010/2009	Liquidación		
						2009 ene-jun	2010 ene-jun	Variación porcentual
						1	2	3
<b>1 INGRESOS NO FINANCIEROS</b>	102.038	-21,1	121.206	18,8	4,8	46.352	55.386	19,5
Impuestos directos	54.096	-27,0	66.393	22,7	6,8	21.941	24.383	11,1
<i>IRPF</i>	30.432	-29,9	42.633	40,1	10,7	14.626	17.762	21,4
<i>Sociedades</i>	20.188	-26,1	20.184	-0,0	-32,2	5.548	4.746	-14,5
<i>Otros (a)</i>	3.476	2,8	3.576	2,9	0,5	1.767	1.875	6,1
Impuestos indirectos	28.664	-26,9	40.736	42,1	13,9	15.218	24.433	60,6
<i>IVA</i>	15.784	-36,7	26.111	65,4	18,3	9.202	17.926	94,8
<i>Especiales</i>	10.141	-9,6	11.964	18,0	-0,5	4.655	5.068	8,9
<i>Otros (b)</i>	2.739	-11,2	2.661	-2,9	1,2	1.361	1.439	5,8
Otros ingresos	19.277	20,4	14.076	-27,0	-23,1	9.194	6.570	-28,5
<b>2 PAGOS NO FINANCIEROS</b>	189.319	27,8	184.542	-2,5	13,4	83.171	86.180	3,6
Personal	26.570	5,3	27.572	3,8	6,8	13.196	13.508	2,4
Compras	4.860	7,2	3.515	-27,7	5,7	1.880	1.941	3,3
Intereses	17.650	10,8	23.224	31,6	23,2	7.414	9.116	23,0
Transferencias corrientes	112.412	35,8	103.137	-8,3	19,0	46.310	49.698	7,3
Inversiones reales	10.468	-1,6	9.390	-10,3	3,5	4.907	4.604	-6,2
Transferencias de capital	17.360	94,1	14.452	-16,7	-9,5	9.464	7.314	-22,7
<b>3 SALDO DE CAJA (3 = 1 - 2)</b>	-87.281	—	-63.336	—	—	-36.819	-30.794	—
PRO MEMORIA: IMPUESTOS TOTALES (Estado más participación de las Administraciones Territoriales)								
IRPF	63.857	-10,5	65.734	2,9	1,1	29.276	30.337	3,6
IVA	33.573	-30,1	29.281	-12,8	2,2	18.632	24.473	31,4
Imp. especiales	19.349	-1,1	20.450	5,7	2,4	9.138	9.794	7,2

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.

se dejaron sentir ya en el mes de junio. Por el contrario, la ejecución presupuestaria de la Seguridad Social mostró un empeoramiento en el período de enero-mayo, según se describe en el recuadro 6.

Para la descripción de la evolución de los ingresos se cuenta con la información sobre la recaudación total de las principales figuras impositivas, tanto de la parte asignada al Estado como de la que corresponde a las Administraciones Territoriales de régimen común, que se muestra en la parte inferior del cuadro 4. De acuerdo con esa información, los ingresos totales aumentaron un 5,8% en tasa interanual durante el primer semestre. Entre los impuestos directos, se observa una aceleración del IRPF, influido por la eliminación de la deducción de 400 euros, que se refleja ya en las retenciones sobre el trabajo, y, en menor medida, por la subida en el tipo de retención de las ganancias de capital (aunque estas últimas, no obstante, siguieron registrando tasas fuertemente negativas en la primera parte del año). Por otro lado, persistió la debilidad de los ingresos por el impuesto sobre sociedades. Entre los impuestos indirectos, cabe destacar la aceleración registrada en la recaudación del IVA, hasta una tasa del 31,4% con respecto a la primera mitad del año anterior. En este caso, la evolución está afectada por la fuerte disminución de las devoluciones, que, hasta el año pasado, se habían visto impulsadas por los adelantos de calendario introducidos por la

El Sistema de la Seguridad Social presentó un superávit no financiero de 6,5 mm de euros hasta mayo de 2010, inferior en un 31,6% al registrado en el mismo período del año precedente. Los ingresos no financieros se redujeron en un 4%, mientras que el incremento registrado por los pagos ascendió a un 4,6% (véase cuadro adjunto).

A pesar de la caída experimentada por los ingresos no financieros, la partida de ingresos por cotizaciones sociales registró un leve avance del 0,5%, frente al recorte del 4,4% previsto para el conjunto de 2010. Este pequeño incremento se produjo en un contexto de ralentización del ritmo de caída del empleo, que ha supuesto un freno a la caída del número de afiliados a la Seguridad Social que venía registrándose desde junio de 2008.

En cuanto al gasto, el destinado a pensiones contributivas creció un 5,3% hasta mayo, por encima de lo presupuestado para el conjunto del año. En el primer semestre de 2010, el número de pensio-

nes contributivas aumentó el 1,7%, en línea con los registros del año anterior. Por su parte, el gasto en incapacidad temporal se incrementó en un 9,6%, en marcado contraste con la caída del 9,5% presupuestada para el conjunto de 2010.

Con respecto al Servicio Público de Empleo Estatal (SPEE), el saldo deficitario se redujo significativamente, hasta los 728 millones de euros en el período de enero-mayo de 2010, frente al déficit de 4 mm de euros para el mismo período del año anterior. Dicha mejora se explica por el fuerte crecimiento de los ingresos, del 45,5%, que compensó con creces el notable aumento de los gastos (10,1%). En términos acumulados hasta junio, el crecimiento del gasto destinado a prestaciones por desempleo experimentó una acusada desaceleración. La tasa de cobertura se situó en el 78,2% en mayo, más de 4,5 pp por encima de la registrada en el mismo mes de 2009. El número de beneficiarios aumentó un 18,3% frente a mayo del año anterior, mientras que el paro registrado creció un 9,3% en tasa interanual hasta junio.

### SISTEMA DE SEGURIDAD SOCIAL (a)

#### Operaciones corrientes y de capital, en términos de derechos y obligaciones reconocidos

Millones de euros y %

	Presupuesto			Liquidación: acumulado en el año hasta mayo		
	2009	2010	% variación	2009	2010	% variación
	1	2	3 = 2/1	4	5	6 = 5/4
1 INGRESOS NO FINANCIEROS	123.726	119.479	-3,4	40.324	38.731	-4,0
1.1 Cotizaciones sociales	113.324	108.358	-4,4	35.525	35.693	0,5
1.2 Transferencias corrientes	7.439	8.356	12,3	3.761	2.217	-41,0
1.3 Otros	2.963	2.765	-6,7	1.039	821	-21,0
2 PAGOS NO FINANCIEROS	114.476	116.599	1,9	30.804	32.222	4,6
2.1 Personal	2.453	2.483	1,2	735	732	-0,4
2.2 Gastos en bienes y servicios	1.995	2.033	1,9	435	413	-5,1
2.3 Transferencias corrientes	109.465	111.556	1,9	29.380	31.035	5,6
<i>Pensiones contributivas</i>	93.339	95.320	2,1	25.446	26.797	5,3
<i>Incapacidad temporal</i>	8.144	7.373	-9,5	1.199	1.314	9,6
<i>Resto</i>	7.982	8.862	11,0	2.734	2.924	6,9
2.4 Otros	563	528	-6,3	254	42	-83,5
3 SALDO NO FINANCIERO	9.250	2.880	-68,9	9.520	6.508	-31,6

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

a. Solo se presentan datos referidos al Sistema, y no al total del sector de Administraciones de Seguridad Social.

nueva regulación. Los impuestos especiales, por su parte, mostraron un aumento del 7,2%, favorecido por las subidas de tipos llevadas a cabo en la segunda mitad de 2009. En cuanto a los capítulos agregados en la rúbrica de otros ingresos del Estado, registraron una fuerte caída, debido principalmente a los menores cobros por avales otorgados a las entidades de crédito, en respuesta al Real Decreto-Ley 7/2008, y a las menores primas de emisión de deuda pública.

Los pagos de caja del Estado registraron un aumento del 3,6%, tasa que, a pesar de su reciente desaceleración, continúa superando a la previsión presupuestaria para el conjunto del año (-2,5%), debido a que los datos de ejecución de los meses transcurridos recogen toda-

Millones de euros

		Enero-mayo		Tasa de variación 2010/2009 (b)
		2009	2010	
INGRESOS	Cuenta corriente	119.605	128.486	7,4
	<i>Mercancías</i>	64.222	74.542	16,1
	<i>Servicios</i>	33.191	33.475	0,9
	— Turismo	12.761	12.708	-0,4
	— Otros servicios	20.431	20.767	1,6
	<i>Rentas</i>	16.484	15.214	-7,7
	<i>Transferencias corrientes</i>	5.707	5.254	-7,9
	Cuenta de capital	2.731	4.260	56,0
	Cuentas corriente + capital	122.336	132.746	8,5
PAGOS	Cuenta corriente	150.204	154.481	2,8
	<i>Mercancías</i>	82.846	93.357	12,7
	<i>Servicios</i>	25.066	25.327	1,0
	— Turismo	4.110	4.206	2,3
	— Otros servicios	20.956	21.121	0,8
	<i>Rentas</i>	31.807	24.662	-22,5
	<i>Transferencias corrientes</i>	10.485	11.135	6,2
	Cuenta de capital	666	619	-7,2
	Cuentas corriente + capital	150.870	155.099	2,8
SALDOS	Cuenta corriente	-30.599	-25.995	4.604
	<i>Mercancías</i>	-18.624	-18.815	-191
	<i>Servicios</i>	8.126	8.148	22
	— Turismo	8.651	8.502	-149
	— Otros servicios	-525	-354	171
	<i>Rentas</i>	-15.323	-9.448	5.875
	<i>Transferencias corrientes</i>	-4.778	-5.880	-1.103
	Cuenta de capital	2.064	3.641	1.577
	Cuentas corriente + capital	-28.535	-22.354	6.181

FUENTE: Banco de España.

a. Datos provisionales.

b. Variaciones absolutas para los saldos.

vía parcialmente el impacto de las medidas de recorte de gasto adoptadas. En concreto, dado que únicamente estuvo afectado por el recorte de salarios el mes de junio, la fuerte caída interanual de los gastos de personal en ese mes —del 5,8%— se reflejó solo en una modesta desaceleración, hasta el 2,4%, en el conjunto del segundo trimestre en tasa acumulada. Hay que destacar que el crecimiento de las transferencias corrientes —que en su mayor parte se dirigen a otras AAPP— continuó siendo elevado, a pesar de la desaceleración registrada en el trimestre, que se debió a los pagos al Servicio Público de Empleo Estatal realizados hace un año. El cumplimiento de la previsión presupuestaria para el conjunto de 2010 referida a este capítulo de gastos requeriría el mantenimiento de la tendencia más reciente a la moderación. En sentido contrario, destaca la fuerte caída de las transferencias de capital debida a las elevadas cantidades dirigidas a las corporaciones locales para dotar el Fondo Estatal para la Inversión Local en el año 2009. La sustitución de este fondo por el Fondo Estatal para el Empleo y la Sostenibilidad Local, de menor importe que el anterior, debería permitir que se mantengan las tasas negativas de estas transferencias en el resto del año. Por último, hay que subrayar el mantenimiento del dinamismo en los pagos de intereses por el aumento de la deuda pública en circulación.

#### 4.5 La balanza de pagos

Durante los cinco primeros meses de 2010 el saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital registró un déficit de 22,4 millones de euros, un 22% inferior al del mismo período del año anterior (véase cuadro 5). La mayor parte de esta corrección obedece a la disminución del déficit por cuenta corriente, del 15%, hasta situarse en 26 mm de euros. A su vez, este ajuste se explica por la reducción de más de 5,5 mm de euros del déficit de rentas, que se vio parcialmente compensada por la ampliación de los saldos negativos de las balanzas comercial y de transferencias corrientes (de unos 400 millones de euros y 1.000 millones de euros, respectivamente).

En el período comprendido entre enero y mayo de este año, el déficit de la balanza comercial se incrementó un 1% en comparación con el observado en el mismo período de 2009, hasta 18,8 mm de euros. Esta práctica estabilización fue el resultado de la evolución contrapuesta del déficit no energético, que experimentó una mejora, y del energético, que se deterioró, en un contexto de mayores precios del petróleo que hace un año. Tanto las exportaciones como las importaciones de bienes registraron crecimientos nominales muy elevados, en un entorno de empeoramiento de la relación real de intercambio. La balanza de servicios, por su parte, registró un superávit de 8,1 mm de euros, un 0,3% más que en el mismo período de 2009, que resultó de la reducción del déficit de los servicios no turísticos, contrarrestada por el deterioro del superávit de turismo. Los ingresos turísticos nominales cayeron un 0,4% en el conjunto del período considerado, tras los significativos descensos del año anterior. Por su parte, los pagos turísticos aumentaron un 2% hasta mayo, animados por las ofertas y a pesar del moderado deterioro del nivel de confianza de las familias. En cuanto al resto de servicios, en los cinco primeros meses del año crecieron modestamente tanto los ingresos como los pagos.

El saldo negativo de la balanza de rentas disminuyó un 38% en los cinco primeros meses de 2010, mientras que el déficit de la balanza de transferencias corrientes aumentó un 23%, debido a que la moderación de los pagos por remesas de emigrantes se vio dominada por el retroceso de los flujos comunitarios incluidos dentro de esta sub-balanza. Por el contrario, el incremento de los ingresos percibidos por las AAPP procedentes de los diversos fondos comunitarios que se incluyen en la balanza de capital provocó una ampliación de su superávit en aproximadamente 1,6 mm de euros (un 76,4%).

## 5 Evolución financiera

### 5.1 Rasgos más destacados

En el segundo trimestre de 2010, la evolución de los mercados financieros nacionales se ha enmarcado en un contexto de nuevos episodios de turbulencias ligados en esta ocasión a la crisis de confianza que ha afectado a nuestra economía y a otras del área del euro. De este modo, se ha observado una elevada volatilidad de las cotizaciones y una ampliación de las primas de riesgo de los valores de renta fija emitidos tanto por el sector público como por el privado, que han presentado también una notable variabilidad. Estos desarrollos han venido acompañados de rebajas en las calificaciones crediticias de la deuda pública española por parte de S&P (en abril) y Fitch (en mayo). A lo largo del mes de julio, se ha detectado una atenuación de las tensiones asociada a las respuestas de política económica adoptadas tanto a nivel europeo como nacional, y muy singularmente al anuncio de hacer públicos los resultados de las pruebas de resistencia de las entidades financieras y a su efectiva publicación posterior. En todo caso, actualmente las condiciones de financiación en los mercados a las que se enfrentan las entidades de crédito, las empresas y las AAPP siguen siendo más restrictivas que las existentes en los trimestres anteriores (véase recuadro 7).

Los índices bursátiles experimentaron durante el segundo trimestre caídas moderadas que se han corregido parcialmente en julio (véase gráfico 23). El 28 de julio, el IBEX 35 perdía en relación con el cierre de marzo el 2,1%, un descenso algo inferior al del EUROSTOXX 50 (5,6%) y el S&P 500 (5,4%). El retroceso acumulado desde el comienzo del año ascendía al 10,9% para el índice español, al 6,7% para el europeo y al 0,8% para el estadounidense. La volatilidad se elevó notablemente, alcanzándose, a finales de mayo, valores no observados desde diciembre de 2008, que se han corregido posteriormente. Por su parte, la rentabilidad de la deuda pública española a diez años llegó a situarse por encima del 4,8 (más de un punto porcentual por encima de la de finales de marzo), lo que, junto con el descenso experimentado por la rentabilidad de la referencia alemana a idéntico plazo, se tradujo en una notable ampliación del diferencial de tipos de interés entre ambos bonos, que alcanzó a mediados de junio niveles en el entorno de los 220 pb, para reducirse posteriormente hasta registros por debajo de los 150 pb a finales de julio. Las primas de riesgo crediticio de las sociedades españolas negociadas en los mercados de derivados tuvieron una evolución similar. En el caso de los préstamos interbancarios, los tipos de interés se elevaron, situándose el EURIBOR a doce meses a finales del período en el 1,42%, 21 pb por encima del dato de marzo.

En el mercado inmobiliario, de acuerdo con los últimos datos publicados por el Ministerio de la Vivienda, durante el segundo trimestre de 2010 continuó el descenso del precio de la vivienda libre, aunque el ritmo de caída siguió moderándose. Así, la tasa de disminución interanual se redujo del 4,7% en marzo de 2009 al 3,7% en junio.

En el segundo trimestre de 2010 se apreciaron, en general, ligeras reducciones en los tipos de interés de la financiación bancaria de los hogares y las sociedades, con la excepción de un repunte en los préstamos a este último sector por un importe superior al millón de euros (véase gráfico 23). Por el contrario, el coste de las emisiones de valores de las empresas se elevó tanto en las operaciones de renta fija como en las de renta variable. Por otra parte, de acuerdo con la Encuesta de Préstamos Bancarios (EPB) de julio, las dificultades en el acceso a la financiación mayorista y la situación de liquidez habrían llevado a las entidades a hacer más estrictos los criterios de concesión de créditos durante el mismo período, especialmente en el caso de los otorgados a las empresas, lo que contrasta con la estabilidad o leve relajación de

Durante el segundo trimestre de 2010 se ha producido un nuevo episodio de tensión en los mercados financieros europeos. El origen de estas turbulencias se encuentra en los problemas de sostenibilidad de las finanzas públicas griegas, que han acabado generando una crisis de confianza en varias economías de la UEM. Los mercados españoles se encuentran entre los más afectados por estos desarrollos, a lo que ha contribuido el mayor deterioro del déficit público (a pesar de que el saldo de deuda pública partía de un nivel comparativamente reducido), las reducidas perspectivas de crecimiento y la negativa percepción del mercado sobre la situación de algún segmento del sistema financiero español. Esta evolución ha venido acompañada, además, de rebajas en las calificaciones crediticias de la deuda pública española a largo plazo por parte de S&P (desde AA+ hasta AA, en abril) y de Fitch (desde AAA hasta AA+, en mayo). En este contexto, este recuadro se centra en describir cómo han afectado estas tensiones a las condiciones de financiación de los distintos sectores de nuestra economía durante los últimos meses.

En el mercado de deuda pública aumentaron las rentabilidades negociadas, lo que, junto con el descenso de las rentabilidades de las referencias alemanas a los mismos plazos (cuyos activos actuaron como valores refugio), llevó a una ampliación significativa de los diferenciales de tipos de interés entre unos y otros títulos (véase gráfico 1). En el mercado primario, las AAPP siguieron captando los recursos necesarios para hacer frente a los pagos asociados a la financiación del déficit y a los vencimientos de la deuda viva, aunque a un coste más elevado (véanse gráficos 2 y 3).

El sector financiero se vio también muy afectado por estas tensiones por varias vías. Por un lado, el incremento de la rentabilidad de la deuda pública, que actúa normalmente como una referencia para la determinación del precio de los valores privados, ejerció una presión al alza sobre el coste de la financiación de las entidades de crédito. Adicionalmente, los descensos de valoración de los títulos emitidos por las AAPP tienen un efecto negativo sobre los balances de estas instituciones, en la medida en que estas son unos de los principales tenedores de los mismos. Por último, algunos intermediarios se vieron perjudicados por la percepción negativa del mercado sobre su posición financiera asociada al deterioro de sus activos, en particular, de los inmobiliarios. Hay que tener en cuenta, además, que el recurso de este sector a los mercados juega un papel importante, ya que la captación de depósitos ha venido siendo insuficiente para financiar la expansión de su actividad (a pesar de que esta avanza a un ritmo débil) y para hacer frente a los pagos asociados a los vencimientos de la deuda emitida en el pasado.

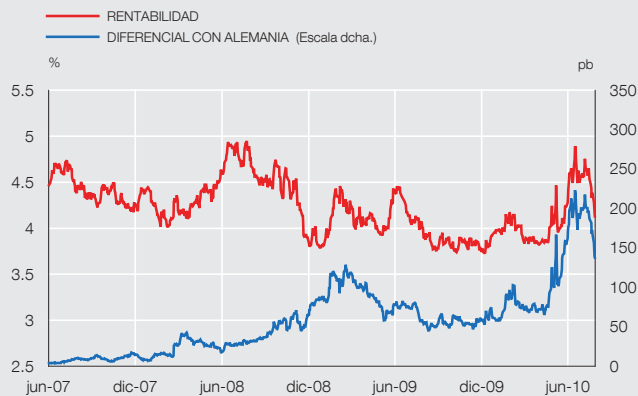
Al igual que en el caso de los valores públicos, las tensiones se reflejaron en un repunte de las rentabilidades de los títulos emitidos por el sector financiero, así como de las primas de riesgo crediticias, llegándose a situar en ambos casos en niveles notablemente más elevados que los observados en promedio en Europa (véan-

se gráficos 4 y 5). Pero, a diferencia de lo ocurrido con las AAPP, las dificultades en la captación de fondos se plasmaron en un descenso del volumen de emisiones, de modo que los recursos nuevos captados fueron inferiores en mayo y junio a las amortizaciones de la deuda vida (véanse gráficos 2 y 3). Ello llevó al mayor descenso observado en el saldo vivo de valores de renta fija de estos intermediarios desde el cuarto trimestre de 2008, tras la quiebra de Lehman Brothers.

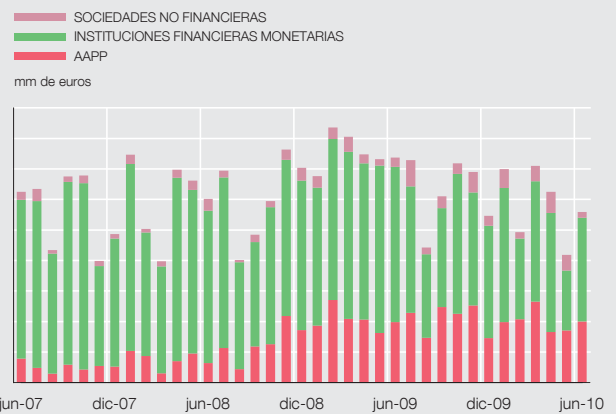
Por su parte, las sociedades no financieras también se vieron afectadas por estas tensiones, aunque en menor medida, y además hay que tener en cuenta que el grueso de las necesidades de fondos de este sector se cubre habitualmente mediante el recurso a los préstamos bancarios. Aun así, durante los meses anteriores al reciente episodio de turbulencias financieras algunas grandes empresas habían aumentado su apelación a los mercados, tendencia que se ha moderado desde mayo, en un contexto en el que se han endurecido las condiciones de financiación en los mismos, de modo que en junio las emisiones netas han sido negativas (véanse gráficos 2 y 3). Al igual que lo ocurrido en el caso de las entidades de crédito, las primas de riesgo negociadas se han elevado, situándose en niveles superiores a los observados en promedio en Europa (véase gráfico 6).

El grado de tensión financiera durante los últimos meses ha presentado una notable variabilidad, detectándose períodos puntuales donde ha revestido una especial intensidad, como, por ejemplo, durante la primera semana de mayo, y otros en los que se ha suavizado algo, como ocurrió transitoriamente tras el anuncio de las medidas adoptadas por el ECOFIN y el BCE el 9 de mayo. Durante las últimas semanas se ha producido una clara mejoría, lo que se ha reflejado en el resultado favorable de las subastas del Tesoro, en la vuelta al mercado de algunos emisores privados y en el descenso de las rentabilidades y de las primas de riesgo negociadas en los mercados (véanse gráficos 1, 4, 5 y 6). A esta evolución más reciente han contribuido las medidas adoptadas a lo largo de los últimos meses tanto a nivel europeo como nacional. Entre las primeras se puede citar la creación del Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera y de la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera y, muy singularmente, la decisión de hacer públicos los resultados de las pruebas de resistencia de las entidades bancarias y su posterior publicación, que han reducido la incertidumbre y han disipado las dudas que se habían suscitado sobre algunos intermediarios. En el caso de España, dicho ejercicio se ha realizado, además, con un mayor grado de detalle y ha afectado a prácticamente la totalidad del sistema financiero. Otros desarrollos que han favorecido la atenuación de las turbulencias han sido la aprobación de las reformas del mercado de trabajo y de las cajas de ahorro y el paquete de consolidación fiscal. En todo caso, a pesar de esta mejoría, las condiciones de financiación actuales en los mercados siguen siendo más restrictivas que las existentes antes del inicio de la crisis fiscal griega.

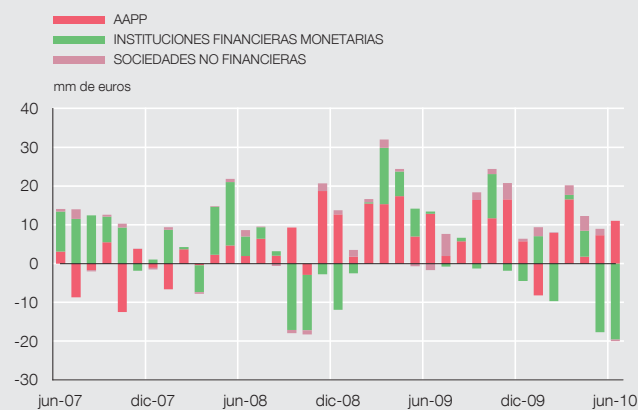
1 DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



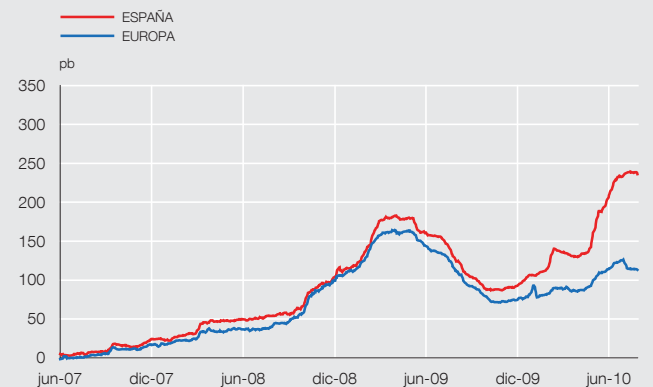
2 EMISIONES BRUTAS DE RENTA FIJA (a)



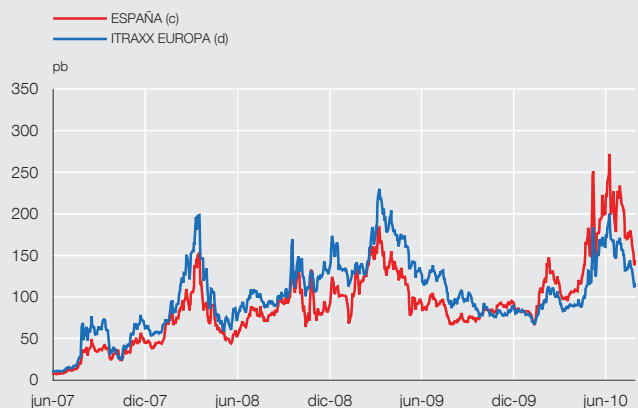
3 EMISIONES NETAS DE RENTA FIJA (a)



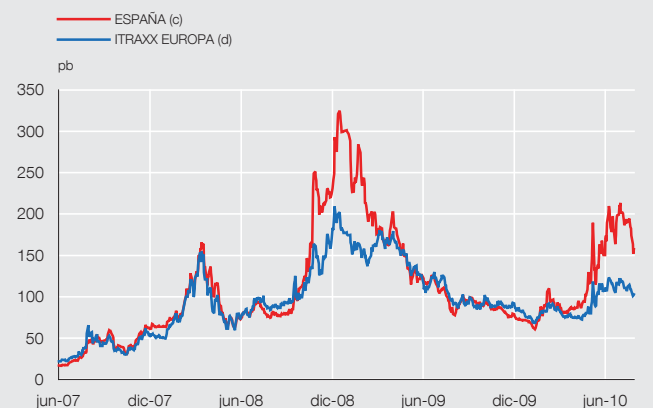
4 CÉDULAS HIPOTECARIAS ENTRE SIETE y DIEZ AÑOS. ASSET SWAP SPREAD (b)



5 PRIMAS DE LOS CDS SÉNIOR DE EMPRESAS FINANCIERAS A CINCO AÑOS



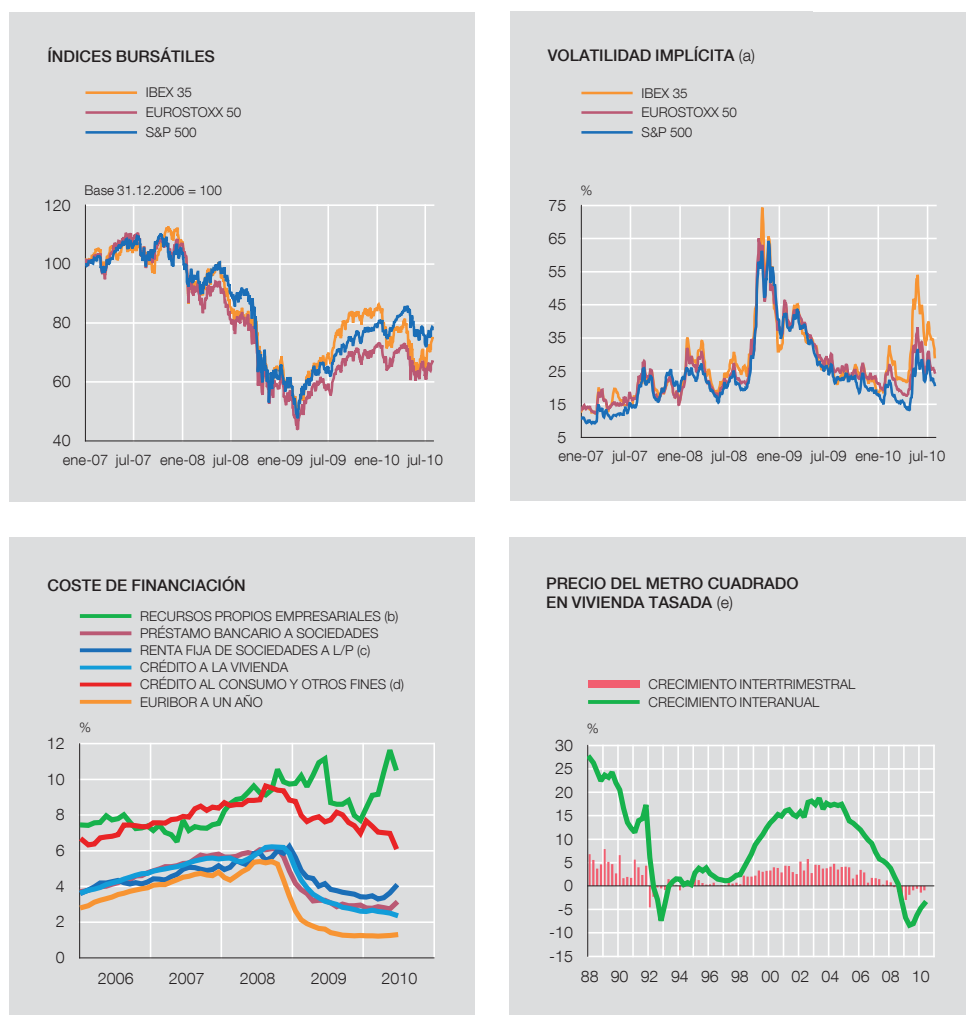
6 PRIMAS DE LOS CDS DE EMPRESAS NO FINANCIERAS A CINCO AÑOS



FUENTES: Bloomberg, Datastream y Banco de España.

- a. Las emisiones de las instituciones financieras monetarias y las sociedades no financieras incluyen las realizadas por sus filiales residentes y no residentes. No se incluye información de las emisiones realizadas por el resto de intermediarios financieros.
- b. Medias móviles de cinco días.
- c. Media ponderada de datos individuales.
- d. Los diferentes contratos se han enlazado hacia atrás manteniendo la variación porcentual registrada.





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

a. Medias móviles de cinco días.

b. El coste de los recursos propios se basa en un modelo de descuento de dividendos de Gordon en tres etapas.

c. 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.

d. Hay una discontinuidad en la serie en junio de 2010, al excluirse a partir de dicho mes los datos relativos al uso de tarjetas de crédito.

e. Base 2001 hasta diciembre 2004 y base 2005 a partir de dicha fecha.

los mismos anticipada en abril por los intermediarios encuestados<sup>1</sup>. Asimismo, en la última edición estos agentes anticipaban endurecimientos adicionales para el trimestre en curso.

Los últimos datos disponibles sobre la financiación del sector privado, correspondientes a mayo, reflejan un ligero aumento de la tasa de crecimiento interanual de la deuda de los hogares, hasta alcanzar el 0,5%, desde el 0,1% de marzo. Por su parte, los fondos captados por las sociedades se siguieron contrayendo con la misma intensidad que en marzo (2,4% en términos interanuales). El desglose de los pasivos empresariales por instrumentos pone de manifiesto la continuidad en la reducción del crédito concedido por las entidades residentes y la aceleración del avance de las emisiones de valores de renta fija, aunque este tipo de fi-

1. Para más detalle, véase el artículo «Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: julio de 2010», de Jorge Martínez Pagés, en este mismo *Boletín Económico*.

nanciación tiene un escaso peso relativo. En términos intertrimestrales anualizados desestacionalizados, se observa que el crédito bancario otorgado a las familias continúa mostrando variaciones positivas, aunque moderadas, mientras que el concedido a las empresas sigue reduciéndose. La información más reciente del crédito por finalidades, referida al primer trimestre de 2010, evidencia un retroceso generalizado por ramas de actividad, aunque con notables divergencias en su intensidad. Los datos provisionales más recientes apuntan a que, durante junio, se prolongó la pauta de moderada recuperación de los pasivos de las familias, al tiempo que se moderó algo el ritmo de retroceso de la financiación bancaria de las sociedades.

La estabilidad de los pasivos de las familias y de sus rentas hizo que la ratio de endeudamiento sobre la renta bruta disponible (RBD) de este sector se mantuviera durante los tres primeros meses del año en curso en torno a los mismos niveles del cierre de 2009. Por su parte, la carga financiera siguió reduciéndose, debido a los menores costes medios de financiación de la deuda viva. Sin embargo, se observó un cierto descenso tanto de la tasa de ahorro bruto como de la capacidad de ahorro del sector una vez descontadas las obligaciones relacionadas con la amortización de la deuda tras varios trimestres consecutivos de subidas. Por último, la riqueza neta retrocedió ligeramente como consecuencia de la caída tanto del componente inmobiliario como (en menor medida) del financiero. La información provisional correspondiente al segundo trimestre apunta a una continuidad de las tendencias anteriores.

En el caso de las sociedades, se ha apreciado un descenso de los excedentes empresariales que habría estado en línea con la contracción de la financiación ajena, por lo que la ratio de endeudamiento se mantuvo estable durante el primer trimestre del año. Por su parte, la ratio de carga financiera siguió reduciéndose, aunque a menor ritmo, como consecuencia de la caída del coste medio de la deuda viva. Estas mismas tendencias se habrían prolongado durante los meses posteriores, de acuerdo con los datos provisionales disponibles. Para la muestra de sociedades colaboradoras con la Central de Balances Trimestral (CBT), entre las que tienen un peso destacado las de mayor tamaño, los datos correspondientes al primer trimestre de 2010 evidencian una recuperación de los niveles de rentabilidad de los recursos propios, que resultó del ascenso observado en esta ratio para los grandes grupos empresariales.

El volumen de créditos dudosos ha continuado aumentando, aunque con menor intensidad que en meses precedentes. Como consecuencia de ello y del descenso de la deuda, la ratio de dudosos ha seguido elevándose. En concreto, para el conjunto de los otros sectores residentes (que incluyen, además de los hogares y las sociedades, los intermediarios distintos de las entidades de crédito), dicho indicador se situó en mayo en el 5,5%, 0,4 pp por encima del dato de diciembre.

En el caso de las AAPP, ha continuado la desaceleración de su deuda, aunque las tasas de expansión siguen siendo muy elevadas (20% en mayo de 2010, frente al 29% al final de 2009). Este dinamismo en la captación de recursos, junto con el débil avance del PIB, se ha reflejado en nuevos aumentos de la ratio de deuda sobre PIB, y ha supuesto también un ascenso, aunque más moderado, de la carga financiera asociada.

La información más reciente de las Cuentas Financieras, correspondiente al primer trimestre de 2010, refleja una nueva disminución de las necesidades de financiación de la nación, hasta representar el 4,3% del PIB en términos acumulados de doce meses (0,4 pp por debajo del nivel de diciembre). Como en los períodos precedentes, esta evolución resultó de un ascenso de la capacidad de financiación del sector privado no financiero, que fue parcialmente compensado por el aumento del déficit de las AAPP, que se situó en el 11,8% del PIB, y la ligera

% del PIB	2005	2006	2007	2008	2009				2010
					I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR
					Economía nacional	-6,5	-8,4	-9,6	-9,1
Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH	-8,4	-11,1	-13,5	-7,0	-4,4	-0,5	2,4	4,9	6,1
<i>Sociedades no financieras</i>	-7,1	-9,5	-11,6	-7,2	-6,6	-4,8	-2,6	-0,7	0,9
<i>Hogares e ISFLSH</i>	-1,3	-1,7	-1,9	0,2	2,3	4,3	5,0	5,6	5,2
Instituciones financieras	0,9	0,7	2,1	2,0	2,0	1,9	1,7	1,6	1,4
Administraciones Públicas	1,0	2,0	1,9	-4,1	-5,8	-8,4	-9,9	-11,2	-11,8
PRO MEMORIA:									
Brecha de financiación de sociedades no financieras (a)	-11,4	-17,8	-15,9	-11,9	-9,6	-6,9	-3,8	-0,7	1,2

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.

disminución del ahorro de las instituciones financieras (véase cuadro 6). Es especialmente reseñable que el saldo de las operaciones financieras netas de las sociedades fue positivo por primera vez desde 1998. En línea con el incremento del déficit público, las AAPP fueron las que canalizaron el grueso de los recursos netos captados en el exterior a través de la compra de títulos de pública por parte del resto del mundo.

En resumen, durante el segundo trimestre de 2010 se ha producido un nuevo brote de inestabilidad financiera en Europa que ha afectado singularmente a la economía española, que se ha mostrado particularmente vulnerable a la crisis de confianza debido a su elevado endeudamiento con el resto del mundo. Ello ha supuesto un notable endurecimiento de las condiciones de financiación en los mercados para las AAPP, las empresas y las entidades de crédito, que ha revertido parcialmente durante el mes de julio. Si estas mayores dificultades acabaran trasladándose a las operaciones crediticias de los hogares y las sociedades, podrían suponer un elemento de riesgo para la recuperación económica, aunque la atenuación reciente de estas tensiones ha reducido la probabilidad de que dicho riesgo se materialice. Estos desarrollos se han producido en un contexto en el que se ha continuado observando una cierta estabilización de los indicadores de presión financiera del sector privado como consecuencia del menor deterioro macroeconómico y de la estabilización (hogares) o el retroceso (sociedades) de los recursos ajenos de estos agentes, si bien el débil avance de los ingresos está impidiendo la reducción de las ratios de deuda sobre rentas, permaneciendo estas en niveles altos. En el caso de las AAPP, sus pasivos han seguido aumentando a un ritmo elevado, aunque más moderado que en trimestres precedentes, lo que refuerza la necesidad de perseverar en los esfuerzos necesarios para llevar a cabo un proceso ambicioso y creíble de consolidación fiscal.

## 5.2 El sector hogares

Durante el segundo trimestre de 2010 los tipos de interés de las nuevas operaciones de crédito a los hogares descendieron (21 pb en los préstamos para adquisición de vivienda y 82 pb en los de la financiación al consumo y otros fines, si bien en este último caso una parte importante de la caída es atribuible a cambios en la estadística<sup>2</sup>). Sin embargo, en sus respuestas a la EPB, las entidades declaraban que durante el mismo período habían endurecido ligera-

2. En particular, desde junio de 2010 se excluyen las operaciones con tarjetas de crédito.

mente los criterios de concesión como resultado principalmente de la situación de liquidez y de las dificultades de acceso a la financiación mayorista, y anticipaban un nuevo tensionamiento de la oferta durante el tercer trimestre del año.

En este contexto, la deuda de las familias mostró ligeros avances durante los meses de abril y mayo de 2010, con un crecimiento interanual en torno al 0,5% en este último mes, frente al 0,1% de marzo. El desglose por finalidades muestra que, mientras que el crédito para la adquisición de vivienda crecía en esa fecha a un ritmo próximo al 1%, los fondos destinados al consumo y otros fines se contrajeron en un 0,5% en relación con el mismo período del año anterior.

Por lo que se refiere a las decisiones de cartera, según la información más reciente de las Cuentas Financieras, correspondiente al primer trimestre del año en curso, la inversión de los hogares en activos financieros, medida en términos acumulados anuales y en porcentaje del PIB, se mantuvo en niveles similares a los registrados al cierre de 2009 (véase cuadro 7). Las tenencias de medios de pago continuaron siendo el principal destino de estos flujos, aunque su volumen en términos de PIB se redujo en 0,8 pp, hasta situarse en el 3,3%, mientras que la importancia relativa de los materializados en acciones y reservas técnicas de seguro apenas mostró cambios, representando, respectivamente, un 1,1% y un 0,9% del PIB. Por su parte, la inversión neta en otros depósitos y valores de renta fija —rúbrica en la que se incluyen los depósitos a plazo— fue negativa por segundo trimestre consecutivo.

En línea con la estabilidad mostrada tanto por los pasivos como por las rentas, la ratio de endeudamiento de los hogares se mantuvo en el primer trimestre de 2010 en torno al 125% de su RBD (véase gráfico 24). Por el contrario, la ratio de carga financiera continuó descendiendo (en esta ocasión, en 0,4 pp), hasta situarse por debajo del 17% de la RBD, debido al retroceso del coste medio de los préstamos vivos. La capacidad de ahorro del sector, una vez descontados los gastos asociados a los pasivos contraídos, registró, por primera vez desde finales de 2007, una ligera caída, aunque permanecía en niveles históricamente elevados. Por su parte, la riqueza neta de las familias experimentó un ligero descenso, como consecuencia del retroceso del componente inmobiliario (asociado a la caída del precio de la vivienda) y, en menor medida, de la pérdida de valor de los activos financieros.

Los datos más recientes de la ratio de morosidad de los hogares, correspondientes al primer trimestre de 2010, evidencian una cierta estabilización, a la que podría haber contribuido tanto la moderación de la carga financiera como la ralentización en el ritmo de destrucción de empleo. Así, dicho indicador se redujo por segundo trimestre consecutivo, en el caso de los créditos que tienen como objeto la adquisición y rehabilitación de viviendas (situándose en el 2,7%, frente al máximo del 3% alcanzado en septiembre), y repuntó en el de los préstamos destinados a consumo y otros fines (hasta el 7,2%, tres décimas más que en diciembre de 2009).

### **5.3 El sector de sociedades no financieras**

En el segundo trimestre de 2010, los costes de financiación de las sociedades mostraron una evolución diferenciada según el tipo de pasivo. Así, el tipo de interés de las nuevas operaciones crediticias de importe inferior al millón de euros disminuyó 13 pb, situándose en junio en el 4,08%, mientras que en los de cuantía superior aumentó en 29 pb, hasta el 2,56%. La rentabilidad exigida para los valores de renta fija experimentó un ascenso, que fue más pronunciado en los plazos largos (70 pb) que en los pagarés (22 pb). Por su parte, el coste de la emisión de acciones se incrementó en 148 pb, lo que refleja el aumento de la prima de riesgo, si bien hay que tener en cuenta que este indicador se estima con mayor imprecisión. Por último, de acuerdo con la EPB de julio, las entidades habrían endu-

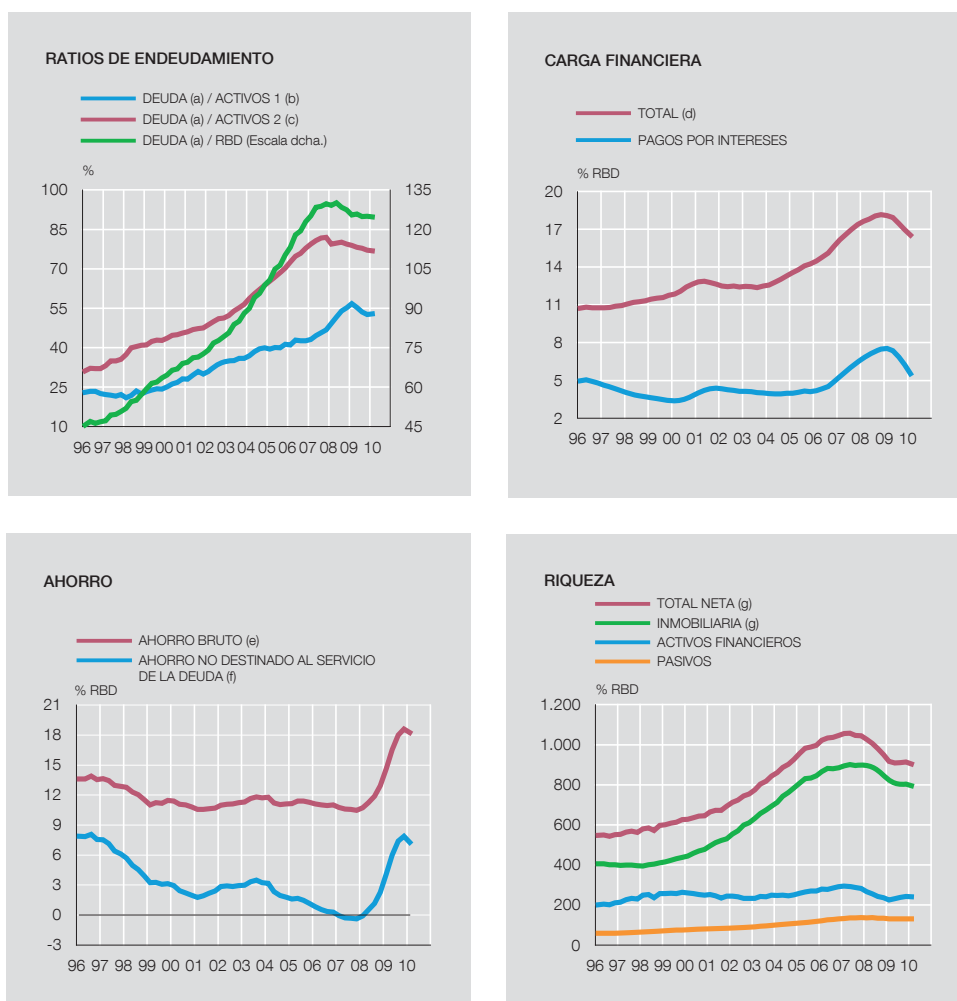
% del PIB	2006	2007	2008	2009		2010
				III TR	IV TR	I TR
<b>HOGARES E ISFLSH:</b>						
Operaciones financieras (activos)	11,1	7,2	2,7	3,6	4,2	4,1
Medios de pago	3,1	-1,0	-0,4	3,4	4,1	3,3
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	5,9	7,5	6,8	0,3	-1,4	-0,8
Acciones y otras participaciones (b)	-1,1	0,5	-0,1	0,8	1,1	1,1
Fondos de inversión	0,2	-1,1	-3,4	-0,7	0,0	0,0
Reservas técnicas de seguros	1,8	0,9	0,2	0,4	0,9	0,9
<i>De las cuales:</i>						
<i>De vida</i>	0,6	0,2	-0,2	0,1	0,6	0,5
<i>De jubilación</i>	1,0	0,4	0,3	0,3	0,3	0,4
Resto	1,1	0,4	-0,3	-0,6	-0,4	-0,3
Operaciones financieras (pasivos)	12,7	9,1	2,5	-1,4	-1,4	-1,1
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	13,0	9,4	3,4	-0,3	-0,5	-0,1
<i>Créditos para adquisición de vivienda (c)</i>	10,0	7,1	2,7	0,2	0,1	0,3
<i>Créditos para consumo y otros fines (c)</i>	3,0	2,1	0,8	-0,2	-0,4	-0,2
Resto	-0,2	-0,3	-0,9	-1,1	-0,9	-0,9
<b>SOCIEDADES NO FINANCIERAS:</b>						
Operaciones financieras (activos)	25,1	14,4	5,0	-5,5	-7,1	-4,8
Medios de pago	2,3	-0,4	-1,1	-0,9	-0,2	0,1
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	2,3	2,1	2,3	0,2	-0,6	-0,6
Acciones y otras participaciones	11,3	7,8	3,1	0,7	-0,6	-0,9
<i>De las cuales:</i>						
<i>Frente al resto del mundo</i>	8,3	6,6	3,1	1,1	0,0	0,1
Crédito comercial e interempresas	8,3	3,4	0,1	-5,5	-6,0	-3,4
Resto	0,9	1,5	0,6	0,0	0,3	0,0
Operaciones financieras (pasivos)	34,5	26,0	12,2	-2,9	-6,4	-5,7
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	17,6	13,9	5,5	-1,6	-3,0	-3,6
Préstamos exteriores	3,3	2,8	2,8	1,8	-0,1	-0,8
Valores de renta fija (d)	1,8	0,5	0,3	0,9	1,3	1,3
Acciones y otras participaciones	2,9	4,8	2,6	1,1	1,3	1,0
Crédito comercial e interempresas	8,4	4,3	-0,1	-5,8	-6,4	-3,6
Resto	0,6	-0,3	1,1	0,7	0,5	0,0
<b>PRO MEMORIA: TASAS DE CRECIMIENTO INTERANUAL (%):</b>						
Financiación (e)	24,2	15,5	6,4	0,5	-1,0	-1,4
Hogares e ISFLSH	19,6	12,5	4,4	-0,1	-0,3	0,1
Sociedades no financieras	27,9	17,7	7,9	0,8	-1,5	-2,5

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.

recido los criterios de aprobación de préstamos a empresas entre abril y junio —lo que contrasta con la ligera relajación que anticipaban en la edición anterior—, al tiempo que esperaban una contracción adicional de la oferta, aunque de menor intensidad, durante los tres meses siguientes.

La deuda de las sociedades ha continuado contrayéndose, situándose su crecimiento interanual en mayo en el -2,4%, apenas 0,1 pp más que en marzo. No obstante, los ritmos de avance intertrimestral indican que este descenso se ha moderado algo en los últimos meses.



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.

Por instrumentos, se observa que es el crédito concedido por entidades residentes el que se está reduciendo con mayor intensidad (-4,4% en términos interanuales), registrando también los préstamos del exterior un apreciable retroceso (-3,7%). Por el contrario, las emisiones de renta fija, modalidad utilizada principalmente por las grandes compañías, continuaban mostrando en mayo unas elevadas tasas de expansión (48%).

El desglose del crédito por finalidad, cuya información más reciente corresponde al mes de marzo de 2010, muestra que en todas las ramas se han registrado crecimientos interanuales negativos, aunque de escasa magnitud en el caso del destinado a actividades inmobiliarias (-0,4%) y al resto de servicios (-1,1%). En el sector de la construcción, la deuda continúa reduciéndose con elevada intensidad (-11,9%, frente al -14,1% de finales de 2009), mientras que aumentó el ritmo de contracción de la financiación bancaria otorgada a la industria (6%, 3,5 pp más que en el trimestre anterior).

En línea con esta evolución, la información de Cuentas Financieras del primer trimestre de 2010 muestra que el saldo de las operaciones financieras netas del sector de sociedades fue positivo, por primera vez desde 1998, representando, en términos acumulados de doce meses, un valor equivalente al 0,9% del PIB, frente al -0,7% registrado en diciembre. Asimismo, la *brecha de financiación*, indicador que se define como la diferencia entre el ahorro bruto de las empresas y la formación bruta de capital ampliada con la inversión en el exterior de carácter permanente, también pasó a ser positivo, situándose, en términos acumulados anuales, en el 1,2% del PIB, frente al -0,7% del trimestre precedente.

Las estimaciones más recientes de la Contabilidad Nacional de los excedentes empresariales, correspondientes al primer trimestre de 2010, muestran que estos continuaron con la pauta descendente de los meses anteriores, en términos interanuales. Esta reducción de los ingresos llevó a que, a pesar de la contracción de los pasivos, la ratio de endeudamiento de las sociedades apenas variara (véase gráfico 25). No obstante, el retroceso en el coste medio de la deuda en balance se volvió a reflejar en una caída de la ratio de carga financiera.

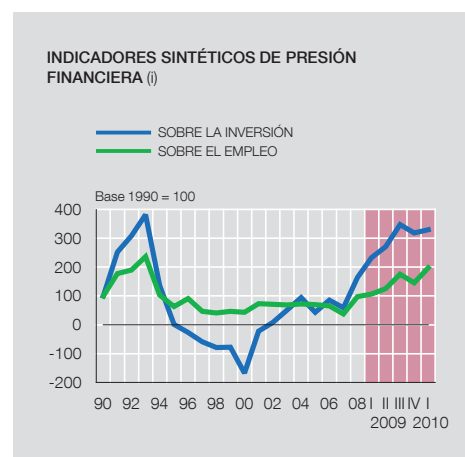
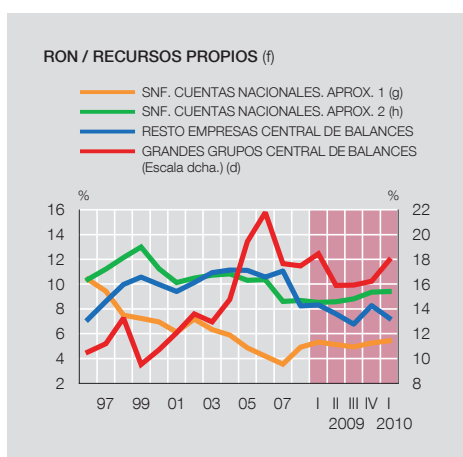
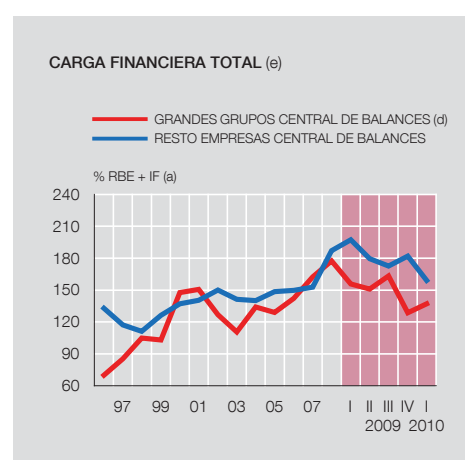
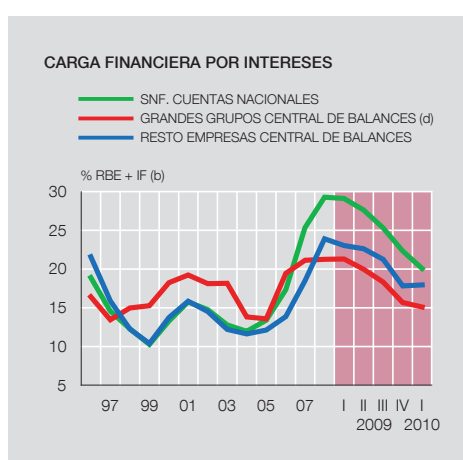
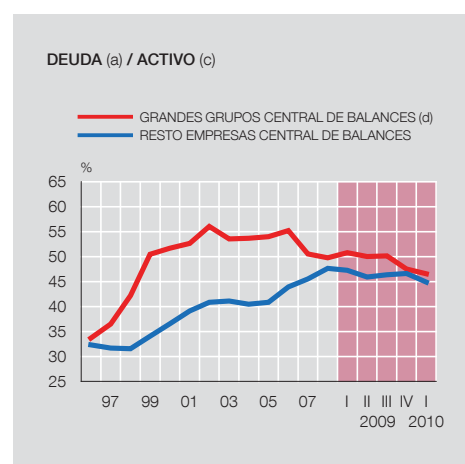
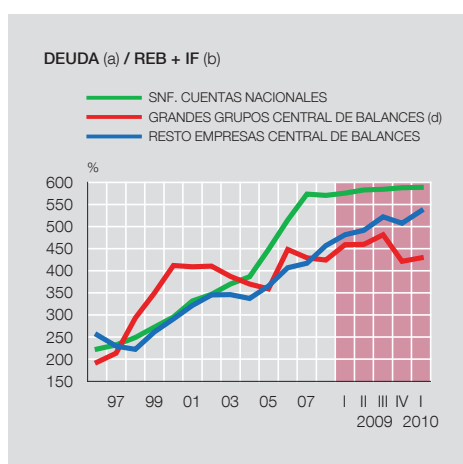
La información de la muestra de sociedades colaboradoras con la CBT, entre las que tienen un peso destacado las de mayor tamaño, revela una pauta diferenciada, durante los primeros meses de 2010, entre los grandes grupos y el resto de compañías, habiéndose apreciado una evolución más favorable de los beneficios para el primer tipo de compañías. El mejor comportamiento de estas seguramente está ligado al hecho de que la diversificación geográfica de su actividad les ha permitido compensar el impacto negativo del débil crecimiento de la economía española. El distinto comportamiento de los excedentes empresariales también condicionó el curso de las ratios de endeudamiento (que se elevaron en mayor medida para las empresas con menor presencia internacional) y de carga financiera (que repuntaron en estas últimas). Como efecto conjunto de estos desarrollos, volvieron a incrementarse los indicadores de presión financiera sobre la inversión y el empleo, tras el descenso registrado en el cuarto trimestre de 2009. No obstante, entre abril y junio los analistas han revisado al alza sus expectativas con respecto a la evolución de los beneficios de las compañías cotizadas, siendo especialmente acusados los cambios en las de corto plazo, de modo que la tasa de avance ha vuelto a situarse en valores positivos (véase gráfico 26).

La ratio de morosidad de las sociedades no financieras continuó elevándose durante los primeros meses de 2010, alcanzando en marzo el 6,8%, 0,6 pp más que al cierre de 2009. Este incremento se explica principalmente por el comportamiento del crédito a las empresas dedicadas a la construcción y los servicios inmobiliarios, cuya ratio pasó del 9,6% al 10,6%, mientras que en el resto de ramas el avance ha sido de tres décimas, hasta situarse en el 3,7%.

#### **5.4 Las Administraciones Públicas**

Las necesidades de financiación de las AAPP continuaron creciendo durante el primer trimestre de 2010, alcanzando, en términos acumulados anuales, el 11,8% del PIB, 0,6 pp más que al cierre del ejercicio anterior (véase cuadro 6).

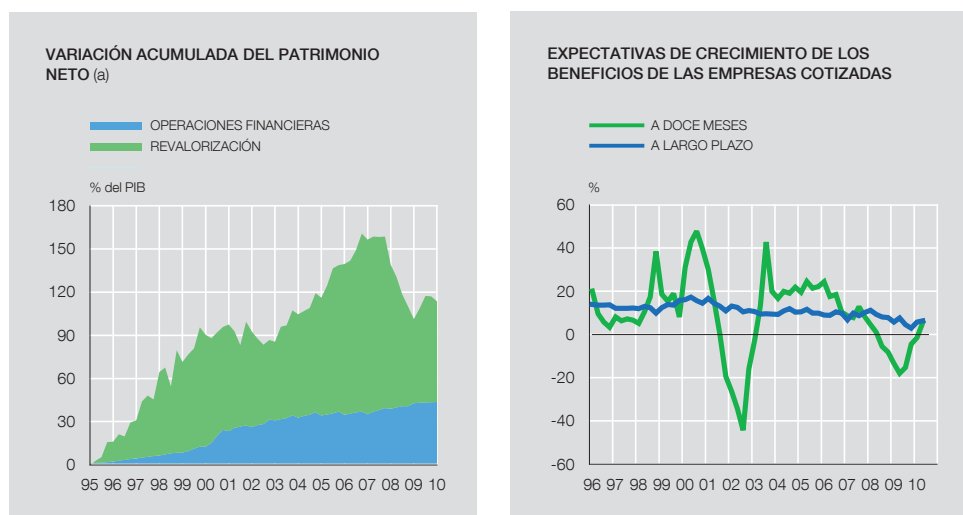
La principal vía de financiación del déficit de las AAPP continuó siendo la emisión de títulos de renta fija, mediante la cual se captó en el primer trimestre de 2010, en términos acumulados anuales, un volumen neto de fondos equivalente al 11% del PIB (véase gráfico 27). El grueso de estas colocaciones se materializó en valores con vencimiento superior al año, mientras que volvió a reducirse el peso relativo de las de corto plazo. Los recursos obtenidos mediante préstamos siguieron suponiendo un importe modesto,



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a. Recursos ajenos con coste.
- b. Resultado económico bruto de explotación más ingresos financieros.
- c. Definido como total del activo ajustado por inflación menos pasivo sin coste.
- d. Agregado de todas las empresas colaboradoras con la CB pertenecientes a los grupos Endesa, Iberdrola, Repsol y Telefónica. Ajustado por financiación intragrupo para evitar doble contabilización.
- e. Incluye intereses más deuda a corto plazo con coste.
- f. El RON, usando datos de Cuentas Nacionales, se define como EBE + intereses y dividendos recibidos - intereses pagados - consumo de capital fijo.
- g. Recursos propios valorados a precios de mercado.
- h. Recursos propios calculados acumulando flujos a partir del saldo del año 1996.
- i. Indicadores estimados a partir de la CBA y CBT. Un valor superior (inferior) a 100 indica una mayor (menor) presión financiera que la del año base.

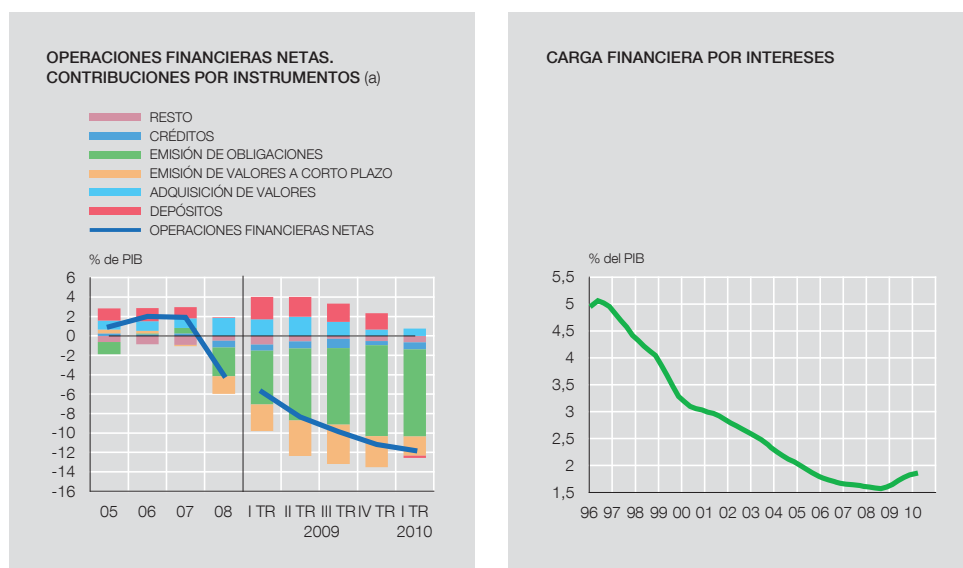




FUENTES: I/B/E/S y Banco de España.

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

**ADMINISTRACIONES PÚBLICAS**  
**Datos acumulados de cuatro trimestres**

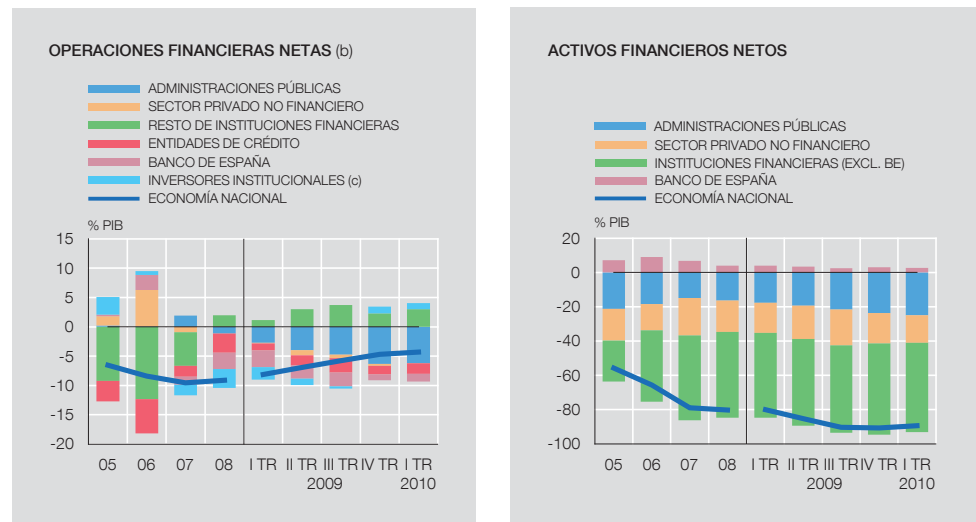


FUENTE: Banco de España.

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

situándose en esta ocasión en torno al 0,7% del PIB. Por la parte del activo es reseñable el valor negativo de los flujos de depósitos, lo que contrasta con el aumento del saldo materializado en estos instrumentos en los trimestres precedentes.

A pesar de la moderación en la tasa de crecimiento del endeudamiento de las AAPP, esta sigue siendo elevada (20% en mayo), lo que, unido al escaso dinamismo del producto, se ha traducido en un nuevo incremento de la ratio de deuda sobre PIB, que se situaba en marzo en torno al 55%, 2 pp más que en diciembre de 2009. No obstante, el reducido nivel de los costes de financiación ha permitido atenuar el aumento de la carga



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.

financiera asociada a estos pasivos, que en marzo se encontraba en torno al 1,9% del PIB.

### 5.5 La posición financiera frente al exterior

En el primer trimestre de 2010 continuaron reduciéndose las necesidades de financiación de la nación, hasta situarse en el 4,3% del PIB, en términos acumulados de doce meses, 0,4 pp por debajo de la cifra de diciembre de 2009 y 4,8 pp menos que al cierre de 2008. Esta evolución fue consecuencia del aumento de la capacidad de financiación del sector privado no financiero, que fue compensado parcialmente por el incremento del déficit de las AAPP y, en menor medida, por el descenso del ahorro de las instituciones financieras.

El detalle sectorial de las operaciones financieras frente a los no residentes muestra que durante el primer trimestre de 2010 las entradas netas de capital continuaron canalizándose preferentemente a través de las AAPP, representando los fondos captados del exterior por estas un 6,2% del PIB, en términos acumulados de doce meses. Los pasivos netos obtenidos por las entidades de crédito experimentaron un ligero avance, hasta situarse en torno al 1,8% del PIB. Por el contrario, los flujos netos asociados a los inversores institucionales y al resto de instituciones no financieras, que incluyen los fondos de titulización, volvieron a ser negativos. A pesar de las menores necesidades de financiación de la nación, los recursos captados en el resto del mundo por los sectores distintos del Banco de España no fueron suficientes para cubrirlos, de modo que, nuevamente, el flujo de activos netos frente a los no residentes de esta institución fue negativo, alcanzando, en términos acumulados anuales, el 1,4% del PIB (véase gráfico 28). De acuerdo con la información incompleta del segundo trimestre procedente de la Balanza de Pagos (que cubre hasta mayo), esta tendencia se habría intensificado en los meses posteriores, en un contexto en el que los distintos sectores de la economía experimentaron mayores dificultades de acceso a la financiación en el resto del mundo.

% del PIB	2006	2007	2008	2009		2010
				III TR	IV TR	
				I TR		
OPERACIONES FINANCIERAS NETAS	-8,4	-9,6	-9,1	-5,8	-4,7	-4,3
OPERACIONES FINANCIERAS (ACTIVOS)	18,1	14,8	2,5	-2,5	0,3	0,1
Oro y DEG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Efectivo y depósitos	5,2	2,1	-0,3	-5,9	-1,8	-1,6
<i>De los cuales:</i>						
<i>Interbancario (a)</i>	3,4	4,2	-0,5	-5,6	-1,7	-1,6
Valores distintos de acciones	-1,2	1,6	1,3	0,5	0,0	-0,3
<i>De los cuales:</i>						
<i>Entidades de crédito</i>	-2,0	1,8	1,6	1,5	1,3	0,7
<i>Inversores institucionales (b)</i>	0,7	0,0	-1,3	-1,3	-0,5	-0,1
Acciones y otras participaciones	10,8	8,8	1,9	2,1	1,5	1,3
<i>De las cuales:</i>						
<i>Sociedades no financieras</i>	8,3	6,6	3,1	1,1	0,0	0,1
<i>Inversores institucionales (b)</i>	1,2	-1,1	-1,6	-0,1	0,3	0,8
Préstamos	2,1	1,2	0,8	0,4	0,2	0,0
OPERACIONES FINANCIERAS (PASIVOS)	26,5	24,3	11,6	3,2	5,0	4,4
Depósitos	0,3	7,3	9,0	1,5	0,9	0,5
<i>De los cuales:</i>						
<i>Interbancario (a)</i>	0,6	6,7	6,2	-0,2	0,7	-0,6
Valores distintos de acciones	21,3	8,1	-2,6	-1,2	3,8	3,3
<i>De los cuales:</i>						
<i>Administraciones Públicas</i>	1,0	-1,3	1,2	3,3	5,1	5,5
<i>Entidades de crédito</i>	8,0	3,6	-1,9	-0,6	1,1	0,9
<i>Otras instituciones financieras no monetarias</i>	12,3	5,8	-1,9	-3,7	-2,4	-3,0
Acciones y otras participaciones	0,5	4,6	3,3	1,7	0,9	1,5
<i>De las cuales:</i>						
<i>Sociedades no financieras</i>	0,1	4,7	2,4	0,5	0,1	0,6
Préstamos	3,5	3,1	2,7	2,1	0,3	-0,4
Otros neto (c)	-0,4	0,3	0,4	-1,2	-1,3	-1,3
PRO MEMORIA:						
Inversión directa de España en el exterior	8,4	9,5	4,7	2,4	0,6	-0,9
Inversión directa del exterior en España	2,5	4,5	4,6	2,0	0,5	0,8

FUENTE: Banco de España.

a. Corresponden únicamente a entidades de crédito, e incluyen repos.

b. Empresas de seguros e instituciones de inversión colectiva.

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

La información sobre los flujos financieros frente al exterior durante el primer trimestre de 2010 muestra un descenso de los volúmenes tanto de activo como de pasivo (véase cuadro 8). Así, en términos acumulados de doce meses, las entradas de capital alcanzaron un importe equivalente al 4,4% del PIB, frente al 5% de tres meses antes. Por instrumentos, el grueso de estos fondos se canalizó a través de las adquisiciones de los no residentes de valores de renta fija, que pasaron a representar el 3,3% del PIB. Estas operaciones se volvieron a concentrar en los títulos emitidos por las AAPP, cuyo flujo alcanzó el 5,5% del PIB. Las compras netas de los extranjeros en deuda de las entidades de crédito también fueron positivas, mientras que los no residentes realizaron desinversiones en los títulos emitidos por el resto de sectores. La inversión directa del exterior en España se situó en el 0,8% del PIB (0,3 pp más que en diciembre de 2009).

Por su parte, las salidas de capital representaron en el primer trimestre de 2010, en términos acumulados de doce meses, un 0,1% del PIB, 0,2 pp menos que en diciembre de 2009. Por instrumentos, cabe destacar de nuevo la disminución del saldo de préstamos concedidos en el mercado interbancario a entidades extranjeras, patrón que también se observó en la financiación captada por estos intermediarios en el resto del mundo. Por su parte, las adquisiciones netas de valores de renta fija fueron ligeramente negativas, al tiempo que las de acciones y otras participaciones se redujeron en 0,2 pp (hasta el 1,3% del PIB). La contracción de la inversión directa de España en el exterior fue más pronunciada, registrando un valor negativo (-0,9% del PIB) por vez primera en la serie histórica que comienza en 1990.

Como consecuencia de la evolución de los flujos financieros con el resto del mundo 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 equivalía al 89% del PIB en marzo de 2010, algo más de 1 pp por debajo del registro de diciembre (véase gráfico 28). Por sectores institucionales, esta evolución fue el resultado, fundamentalmente, del descenso del saldo deudor frente a los no residentes de las instituciones financieras (excluido el Banco de España) y del sector privado no financiero, que solo fue compensado en parte por el aumento de los pasivos netos de las AAPP (en 1,3 pp) y por la ligera reducción (0,2 pp) de la posición acreedora del Banco de España.

30.7.2010.